

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES MOUVEMENTS DU DINAR ET LEURS EFFETS

QUELQUES ASPECTS DE
L'EXPÉRIENCE MONÉTAIRE YOUGOSLAVE

Thèse pour le Doctorat en Droit

Présentée et soutenue le 25 novembre 1930, à 14 heures.

PAR

Borivoj T. Panjevac

Président : M. AFTALION, Professeur.

Suffragants : M. MAUNIER, Professeur.

M. Roger PICARD, Professeur.

PARIS

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, BOULEVARD SAINT-MICHEL, (V°)

1930

**LES MOUVEMENTS DU DINAR
ET LEURS EFFETS**

**QUELQUES ASPECTS DE L'EXPÉRIENCE
MONÉTAIRE YOUGOSLAVE**

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LES MOUVEMENTS DU DINAR ET LEURS EFFETS

QUELQUES ASPECTS DE
L'EXPÉRIENCE MONÉTAIRE YOUGOSLAVE

Thèse pour le Doctorat en Droit

Présentée et soutenue le 25 novembre 1930, à 14 heures.

PAR

Borivoj T. Panjevac

Président : M. AFTALION, Professeur.

Suffragants : M. MAUNIER, Professeur.

M. Roger PICARD, Professeur.

PARIS

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, BOULEVARD SAINT-MICHEL, (V°)

1930

G. S. M.



INTRODUCTION

Les bouleversements monétaires de ces dernières années n'ont guère ménagé le change yougoslave. Si le dinar n'a pas connu toutes les vicissitudes des changes erratiques, il a cependant eu à subir une série d'épreuves qui l'ont exposé pendant quelques années à des fluctuations importantes. Ces mouvements du dinar eurent pour effet final de réduire considérablement sa valeur d'autrefois. Dans l'histoire des changes qui furent avariés le dinar occuperait une situation intermédiaire. Sa valeur ne s'étant jamais abaissée au dessous de $1/25$ par rapport à sa parité-or d'avant-guerre il a pu heureusement échapper à des chutes bien plus profondes, telles que les ont connues le mark allemand ou la couronne autrichienne. Sa dépréciation, encore qu'elle soit très importante, a été relativement beaucoup moins forte que celle du lei roumain ou du leva bulgare. Par contre, il a dépassé sensiblement dans sa baisse le franc français et la lire italienne.

Les mouvements désordonnés du change yougoslave se sont manifestés jusqu'à l'été de 1925, époque où l'on réussit à maintenir le dinar à un niveau relativement stable; cette stabilité de fait de la devise yougoslave dure encore en ce moment grâce aux efforts conjugués de la Banque Nationale et du Ministère des Finances, efforts couronnés de plein succès malgré certaines situations périlleuses qui menacèrent à quelques reprises la bonne tenue du dinar. Le niveau où fut réalisée cette stabilisation de fait du dinar correspond à un taux approximatif de

9.13 % de sa valeur-or d'avant-guerre, ou, ce qui revient au même, si l'on met la parité-or du dinar par rapport au dollar égale à 100, on voit que l'indice du dollar se trouve actuellement à 1096.

Si l'on veut suivre ces mouvements du dinar pour en étudier l'ampleur et les effets, on est amené à prendre comme point de départ, le commencement du mois de février 1920, date à laquelle fut commencée la réforme monétaire yougoslave consistant en une unification du système monétaire que devait accomplir le nouvel institut d'émission créé par la loi du 26 janvier 1920. Cette loi transformait l'ancienne Banque Nationale du Royaume de Serbie en Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes. La nouvelle banque d'émission devait assumer la tâche de retirer de la circulation les billets-couronnes aussi bien que les billets-dinars en émettant de nouveaux billets libellés en dinars et en couronnes, suivant un taux fixe, un dinar valant dorénavant, d'après le rapport légal fixe, 4 couronnes. En fait, c'est le dinar qui fut consacré comme unité monétaire yougoslave, puisque les billets définitifs de la nouvelle Banque d'émission ne portent mention de leur valeur qu'en dinars.

Notre étude ne saurait embrasser toute l'histoire du dinar. Ce qu'on se propose d'étudier principalement dans le présent travail, c'est l'histoire mouvementée du dinar yougoslave depuis 1920 à 1925; cette histoire peut se diviser en deux périodes bien délimitées :

a) la première, allant du mois de février 1920 au mois de janvier 1923, où les variations du change, souvent très violentes, sont décidemment orientées vers la baisse qui, parfois, revêt un caractère particulièrement aigu; c'est donc la *période de la dépréciation du dinar*;

b) la seconde, depuis le mois de janvier de 1923 jusque vers le milieu de 1925, marquée par des varia-

tions moins brusques : le dinar se relève progressivement de sa chute, ce lent mouvement de redressement étant contrecarré de temps à autre par le mouvement inverse dans le sens de la baisse; c'est par conséquent la *période du relèvement prolongé du dinar*.

A chacune de ces deux périodes sera consacré un chapitre. En outre, nous croyons utile de donner dans un chapitre préliminaire un aperçu succinct des faits monétaires de la période précédant la création de la Banque Nationale d'émission et antérieure à la réforme monétaire de 1920; cet exposé rapide nous servira pour comprendre plus aisément ce qui va se passer par la suite. Enfin, il ne sera point sans intérêt de consacrer un chapitre à la période d'adaptation définitive de l'économie yougoslave aux nouvelles conditions monétaires. Nous y exposerons brièvement le fonctionnement du régime de la stabilité de fait du dinar en fournissant quelques développements sur la politique de devises pratiquée par la Banque Nationale, de concert avec le Ministère des Finances; c'est grâce à cette politique que la stabilité de fait du change yougoslave a pu être maintenue depuis l'été de 1925, stabilité à l'effet véritablement bienfaisant après la crise de revalorisation qui vint éprouver assez sérieusement la jeune économie yougoslave. Nous donnerons enfin un bref exposé du problème de la stabilisation légale du dinar.

Nous adoptons donc la division chronologique que nous impose la nature du sujet et qui se justifie par des changements de situation de période à période.

Notre travail constitue une étude de statistique économique portant sur un cas particulier de l'histoire monétaire et cambiste récente. Il n'entre pas dans nos intentions de nous attarder sur les grands problèmes que soulèvent les théories modernes de

la monnaie et du change. C'est ainsi que nous nous bornerons à effleurer les causes des mouvements du dinar. Il est permis de dire que la théorie psychologique du change qui a réussi admirablement à démêler dans cette complexité quasi-inextricable des phénomènes cambistes les causes essentielles qui régissent les mouvements du change s'avère également vraie dans l'exemple yougoslave. En effet nous verrons au cours de cette étude que les données de l'expérience yougoslave rentrent parfaitement dans les cadres de cette théorie. Nous verrons aussi que ces données sont également en parfaite concordance avec les enseignements de la théorie psychologique de la monnaie (1).

A vrai dire, nous nous trouvons contraint de renoncer à appliquer à notre sujet une analyse statistique serrée, faute d'une documentation abondante et sûre. C'est pourquoi, s'il ne nous est pas permis d'insister sur le côté théorique du problème que nous nous sommes posé, nous aurons soin, par contre, de donner, en dehors de la description proprement dite des mouvements du change, quelques aperçus sur les principaux effets de ces fluctuations et d'examiner les problèmes qu'ils comportent. De cette façon, nous espérons mettre en lumière certains aspects particulièrement intéressants de l'expérience monétaire yougoslave.

Nous devons constater avant tout que l'économie yougoslave n'a malheureusement pas eu le privilège de se développer dans des conditions normales en suivant un rythme régulier. Son évolution a été assez mouvementée. Une série d'à-coups d'ordre différent sont venus l'ébranler en lui faisant subir de rudes épreuves au moment même où elle avait à surmonter des difficultés inhérentes à sa constitution et à sa

(1) V. Aftalion, *Monnaie, prix et change*. Paris, 1927.

structure. L'économie yougoslave considérée comme un tout daté pour ainsi dire d'hier. Il est facile de comprendre que l'unité économique ne peut être réalisée du jour au lendemain, comme le fut l'unification politique des pays yougoslaves encore que celle-ci fût préparée durant tout un siècle. Sans doute cette unité s'affirme de plus en plus. L'économie yougoslave a donné des preuves d'une belle vitalité. Et cependant, il faut bien le reconnaître, la création d'un système économique nouveau pour un territoire d'un quart de million de km² peuplé de plus de 12 millions d'habitants, demande du temps et pose des problèmes très difficiles à résoudre. A ces difficultés originaires sont pourtant venus s'ajouter d'autres obstacles, dont la détérioration du change ne fut certainement pas le moindre. Nous nous bornerons ici à examiner quelques aspects de cette évolution tourmentée. Nous voulons suivre les mouvements du change afin de nous rendre compte des effets produits par les fluctuations du dinar sur le développement de l'économie nationale. Nous verrons se produire une série de secousses successives qui menacèrent sérieusement de détraquer l'organisme économique en voie de se constituer, alors même qu'il avait grandement besoin de calme et de stabilité. En même temps nous passerons en revue les efforts déployés en vue de rétablir le bon ordre et de restaurer les forces vives de la nation. Nous devons constater que si certaines de ces secousses avaient un caractère de force majeure, quelques-unes par contre auraient facilement pu être évitées, si l'on avait su montrer plus de sagesse dans la conduite de la politique économique en général, de la politique monétaire et cambiste en particulier.

*

Nous croyons utile de donner dès maintenant quelques précisions sur les chiffres utilisés.

En ce qui concerne les indices du change, nous avons adopté les indices du dollar, en prenant pour base la parité d'avant-guerre (1 dollar = 5,1826 dinars). Ces indices traduisent la valeur moyenne mensuelle du dinar suivant les cours notés à la bourse de New-York. Nous avons relevé ces cours moyens dans l'ouvrage de MM. Djuričić, Tošić, Vagner, Rudčenko, Djordjević, « Notre économie nationale et notre revenu national », Sarajevo 1927.

Pour les chiffres se rapportant à la circulation fiduciaire, nous nous sommes servi des situations hebdomadaires de la Banque Nationale. Pour chaque mois nous avons toujours pris le chiffre se référant à la circulation à la fin de ce mois. Pour constituer une série d'indices des variations de la circulation, des difficultés se présentaient. Nous avons été amené à adopter un chiffre, forcément approximatif, comme donnant une idée de ce qu'aurait été la circulation monétaire avant la guerre, en 1913, sur le territoire actuel du Royaume de Yougoslavie. Nous nous sommes arrêté au chiffre rond de 500 millions de dinars, suivant les évaluations de M. Ivo Belin. (1).

C'est en ce qui concerne les indices des prix que nous avons rencontré le plus de difficultés. La seule série d'indices des prix de gros existante pour la période d'après-guerre est celle qu'a publiée le journal économique hebdomadaire de Belgrade « Privredni Pregled ». Mais elle ne commence qu'en 1923 et encore ne possède-t-on pour cette année que les indices pour les mois de janvier, juin et décembre, la série d'indices mensuels ne commençant qu'en janvier 1924. Or, c'est surtout avant cette date que les mouvements des prix seraient les plus intéressants à observer et à comparer avec les mouvements du change et de la circulation. C'est ce qui rend impos-

(1) Voir l'art. de M. Belin dans la revue *Ekonomist*, année IV, N° 11.

sible une étude statistique fouillée de ce problème. Nous avons dû nous contenter des succédanés. Il existe fort heureusement pour les années 1919-1923 des évaluations, naturellement très approximatives, de ce qu'a été, en moyenne, le niveau général des prix de gros pendant ces années. Nous avons été obligé d'utiliser ces estimations plus ou moins fondées, faute de mieux.

Cependant, il faut reconnaître que même les indices mensuels du « Privredni Pregled » ne donnent pas une idée exacte du mouvement général des prix de gros. Nous avons dû renoncer à les utiliser tels qu'ils ont été publiés, parce qu'il nous a semblé que la manière dont l'indice total est construit et calculé ne satisfait pas aux exigences de la bonne méthode statistique. En effet, les mouvements de l'indice total des prix de gros tel qu'il est publié ne sauraient être représentatifs des variations de la valeur de la monnaie; l'indice total se trouve souvent trop influencé par les variations des indices de groupes, n'étant que la moyenne arithmétique simple non pas de tous les indices particuliers qui entrent en ligne de compte, mais des indices partiels de quelques groupes d'articles (1). Or, le choix et le groupement des articles dont les prix sont utilisés pour le calcul de l'indice sont assez arbitraires. Enfin, les méthodes de calcul de ces indices ne paraissent pas avoir toujours été les mêmes : les corrections apportées par la suite dans leurs méthodes de confection rendent

(1) Il est clair qu'on devrait calculer l'indice total de telle sorte qu'il puisse représenter la moyenne, arithmétique ou géométrique, de *tous les indices particuliers* des différents articles entrant en ligne de compte pour la confection de l'indice et non pas seulement la moyenne des indices partiels de quelques groupes arbitrairement formés. L'indice partiel d'un groupe d'articles plus ou moins grand est déjà une moyenne, si bien que l'indice total ne serait plus qu'une moyenne des moyennes, ce qui, de toute évidence, nous éloigne beaucoup des données primitives effectives. Cette façon de procéder aboutit à une pondération arbitraire et manifestement défectueuse. V. Aftalion, Cours de statistique, p. 31-32.

assez difficile la comparaison des chiffres tout d'abord publiés (ceux de 1923 notamment) avec ceux qui les ont suivis à partir de 1924 et qui constituent désormais une série ininterrompue. De toute façon, ces indices doivent être considérés comme représentant plutôt des évaluations plus ou moins exactes des niveaux successifs des prix, vu que les véritables indices, pouvant jouer le rôle d'indices monétaires au moins approximatifs, font défaut. Cependant, même à ce titre, ils doivent nous être utiles au cours de notre étude.

Comme nous venons de le dire, l'indice total est la moyenne arithmétique simple des indices partiels de groupes, à savoir :

- I Produits agricoles
- II Bétail et produits du bétail
- III Fruits et produits dérivés
- IV Matériel de construction
- V Produits coloniaux
- VI Produits industriels

C'est surtout l'indice du troisième groupe « Fruits et produits dérivés » qui imprime souvent à l'indice total des prix une impulsion qui fausse quelque peu le mouvement général véritable des prix, tel qu'il s'effectue en connexion avec les variations de la valeur de la monnaie. Il est permis, croyons-nous, de calculer de nouveau les indices totaux des prix d'après les indices de cinq groupes seulement, en éliminant ainsi le groupe d'articles dénommé « Fruits et produits dérivés », articles dont les prix sont sujets à de trop brusques variations qui n'ont rien à voir avec les variations de la valeur de la monnaie. Du reste, dans l'ouvrage déjà cité « Notre économie nationale et notre revenu national » qui contient également les indices des prix, indice total et indices partiels, on ne trouve pas l'indice du groupe « Fruits et produits dérivés ». Cette omission est sans doute voulue et elle est significative.

En dehors de cela, ajoutons ici que nous nous sommes largement servi des rapports annuels publiés par la Banque Nationale.

On trouvera en outre, à la fin de cette étude, une indication bibliographique sommaire.

CHAPITRE PREMIER

DU DESORDRE MONETAIRE A LA REFORME DE 1920 (1).

§ 1. *Situation économique générale.*

On sait que l'économie nationale yougoslave constitue un nouvel organisme économique qui s'est formé après la guerre par l'union en un état indépendant de l'ancien royaume de Serbie, de l'ancien royaume de Monténégro et des provinces yougoslaves d'Autriche-Hongrie. Ainsi, au lendemain de la guerre, les traités de paix consacrèrent la création d'une nouvelle unité économique dans les cadres politiques de la Yougoslavie naissante.

Entre l'ancien royaume de Serbie, qui constituait un tout économique assez bien équilibré, quoi qu'assez arriéré, et les nouvelles provinces yougoslaves, faisant partie du puissant système économique de la double Monarchie et se trouvant, du moins en partie, à un stade de développement économique

(1) A cette partie de l'histoire du problème monétaire yougoslave ont été consacrées des études intéressantes. On peut consulter utilement quelques thèses de doctorat traitant plus spécialement de ce sujet, en particulier celles de M. M. Protitch : La Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovénes (Paris, 1922); Gachitch : De l'émission des billets de banque en Yougoslavie (Bordeaux, 1923); Djoulizibaritch : Le dinar serbe et l'évolution financière de la Serbie (Nancy, 1925); Mihailovitch : Le problème monétaire en Yougoslavie (Nancy, 1928). Cette période troublée de notre histoire monétaire récente mérite bien une étude approfondie. Cependant, elle présente les plus grandes difficultés par suite du manque de données sur les questions les plus intéressantes pour l'économiste.

un peu plus avancé, les relations économiques ont été, avant la guerre, pour des raisons d'ordre politique, sinon insignifiantes, du moins très restreintes. C'est pourquoi les ennemis de l'union des Slaves du Sud ne cessaient d'affirmer que la création de l'Etat yougoslave était une formation artificielle et partant éphémère; la Yougoslavie, surtout pour des raisons économiques, ne tarderait pas à se disloquer, faute de trouver des supports économiques puissants et durables pour son activité politique, celle-ci aussi, prétendait-on, étant assez précaire et pleine d'incertitudes. Les tendances dominatrices de Vienne et de Budapest prenaient cette fois un aspect économique en essayant de prêcher la formation d'une fédération économique et financière dans les régions désormais soustraites à leur domination politique (1).

Il était évident, par conséquent, que l'unité politique enfin réalisée, il fallait tout de suite songer à rendre possible, par des mesures appropriées, la réalisation de l'unité économique et tout mettre en œuvre pour conquérir et maintenir l'indépendance financière.

Il y avait alors deux questions brûlantes, d'importance capitale, qui appelaient l'attention du gouvernement yougoslave :

1° le problème de l'unification du système monétaire;

2° le problème du rétablissement et d'un meilleur aménagement des communications entre les diverses parties du royaume.

Ce n'est qu'au premier de ces problèmes que nous consacrerons dans la suite quelques développements. Toutefois, il n'est pas sans intérêt de dire auparavant

(1) Voir la thèse de l'union monétaire en Europe centrale, développée encore récemment par M. Elemer Hantos, ancien secrétaire d'Etat de Hongrie dans son ouvrage consacré à *La monnaie, ses systèmes et ses phénomènes en Europe centrale*, Paris, 1927, p. 210 et s.

quelques mots sur les ravages que la guerre avait laissés pour donner une idée de ce qu'était l'économie yougoslave au moment où les hostilités prirent fin.

Pendant la guerre tout le pays avait été terriblement éprouvé. La Serbie surtout, ayant été le théâtre des opérations, avait profondément souffert et se trouvait très épuisée par l'ennemi qui l'avait occupée pendant trois années. Au lendemain de la guerre l'appauvrissement était général et la désorganisation économique à peu près complète. Les moyens de communications surtout furent retrouvés dans un état pitoyable, l'ennemi ayant cherché, au cours de sa retraite, à endommager le plus possible le réseau des chemins de fer. Une grande œuvre de reconstruction s'imposait. Il fallait recommencer à édifier l'économie générale du pays pour lui permettre de déployer une nouvelle activité afin de réparer les grands dommages dûs à la guerre. Les autres parties du royaume, pour avoir été plus épargnées par les ravages de la guerre, n'en étaient pas moins très éprouvées et appauvries.

La première chose à faire, pour sortir de cette détresse et permettre à la vie économique de la nation de reprendre une activité tant soit peu normale, était de rétablir les communications interrompues dans les différentes régions du pays. Or, ce travail se heurtait à de très grandes difficultés. C'est surtout le problème de liaison des diverses parties du pays entre elles qui n'était pas facile à résoudre. Et l'on peut affirmer que ce qui a rendu l'œuvre d'unification économique, d'amalgamation des régions particulières en un tout organique, particulièrement difficile, est avant tout le fait que le réseau des chemins de fer se trouvant sur le territoire yougoslave ne correspondait aucunement aux nécessités économiques de l'heure nouvelle, aux besoins d'échanges

rapides et de communications faciles entre les diverses parties du royaume. Cela tient à ce que d'une part, la construction des lignes de chemins de fer en Serbie avant la guerre avait eu en vue d'autres circonstances et que, d'autre part, la politique austro-magyare avait pour but d'autres problèmes que les intérêts économiques de la nation yougoslave (1). Ce travail d'adaptation du réseau des chemins de fer aux besoins actuels ne peut naturellement être effectué du jour au lendemain et, malgré les résultats très appréciables obtenus jusqu'à présent dans cette voie, il n'est pas encore terminé, ce qui retarde grandement le processus d'unification et l'œuvre de consolidation économiques du pays. L'effort à accomplir a été immense et comme les moyens qui ont pu être mis en œuvre ont été, somme toute, assez modestes, les résultats acquis peuvent être estimés très satisfaisants.

De cet appauvrissement général et de la désorganisation de l'économie il résulte que le pays va se trouver dans la nécessité de solliciter le concours de l'étranger : il fallait tout d'abord satisfaire cette « faim des marchandises » ressentie dans tout le pays et puis trouver des ressources pour la réfection et l'extension des moyens de production et pour la reconstitution de l'outillage économique de la nation.

Il est évident que cet état de choses devait se traduire par une balance des comptes très défavorable, les importations excédant largement les exportations, ce qui allait contribuer, avec l'inflation, à détériorer le change yougoslave dont la dépréciation irait en s'aggravant jusqu'au moment où l'équilibre de la ba-

(1) « En nous unissant, nous avons hérité de plusieurs systèmes différents de chemins de fer, qui sont non seulement dépourvus des liaisons mutuelles solides, mais se trouvent, dans la plupart des cas être, de par leurs buts, contradictoires. » Résolution du Congrès de l'Association nationale des ingénieurs et architectes yougoslaves, tenu à Belgrade en août 1922.

lance des comptes serait rétabli grâce aux excédents d'exportations et où la politique des déficits budgétaires prendrait fin. Mais alors on s'appliquera à redresser outre mesure le change détérioré en prolongeant l'instabilité monétaire pendant des mois, ce qui aurait pour résultat de provoquer une crise de revalorisation dont les effets furent durement ressentis par l'économie toute entière.

§ 2. *Situation au point de vue de la monnaie et du change.*

Ce qui rendait la situation économique, déjà précaire par elle-même, comme nous venons de le voir, encore plus critique, c'était le désarroi monétaire. En effet, en ce qui concerne l'économie monétaire, la situation n'avait rien de réjouissant. Plusieurs monnaies représentées par des anciens billets de banque devenus du papier-monnaie par suite de l'établissement du cours forcé pendant la guerre, se trouvaient en circulation sur le territoire du nouveau royaume :

1) le dinar serbe, qui avait circulé dans le pays même pendant l'occupation ennemie, ayant gardé un pouvoir d'achat assez élevé;

2) la couronne autrichienne et hongroise, monnaie légale des anciennes provinces d'Autriche-Hongrie, que l'on trouvait cependant en circulation à peu près partout, mais qui ne tarda pas à disparaître en Serbie;

3) le perper monténégrin que la couronne avait en partie supplanté; et enfin

4) le leva bulgare.

La circulation de beaucoup la plus importante était celle de la couronne austro-magyare; elle était évaluée à 5 ou 7 milliards au commencement de 1919. L'inflation avait battu son plein et la valeur du bil-

let-couronne s'était abaissée considérablement. A la veille de la réforme monétaire il ne conservait plus que 5 % de sa valeur-or.

La quantité des billets-dinars, émis par la Banque Nationale de Serbie, se trouvant en circulation était relativement bien plus modeste. Elle dépassait à peine quelques 700 millions de dinars au commencement de janvier 1920, le dinar gardant encore, à cette époque, à peu près un quart de sa valeur d'avant guerre, mais se dépréciant lui aussi à une allure accélérée.

La circulation des perpers monténégrins et des levas bulgares était relativement peu importante. Nous pouvons ne pas en tenir compte ici, car la solution du problème monétaire ne mettait en cause que le dinar et la couronne.

Cet état de choses où deux monnaies avaient cours légal parallèlement ne pouvait être longtemps toléré, parce qu'il présentait de graves inconvénients. Ces monnaies étaient toutes deux dépréciées mais à un degré différent, la couronne valant beaucoup moins que le dinar. De plus, elles étaient toutes les deux en baisse presque continue. Mais la vitesse de leur dépréciation n'était pas la même. La couronne qui se cotait beaucoup plus bas que le dinar se dépréciait aussi à une allure plus vive. Et ceci notamment soulevait de très grandes difficultés, le taux d'échange de deux monnaies, ayant cours parallèlement mais se dépréciant à une allure différente, n'étant pas et ne pouvant pas être fixe sur le marché libre. Il en résultait un dédoublement des prix et deux échelles mobiles de leurs mouvements. Il est vrai que l'Etat fixait de temps en temps un rapport entre les deux monnaies, mais il va de soit que le taux d'échange d'après ce rapport officiel n'obligeait que les caisses publiques et ne pouvait s'imposer au marché.

Vers la fin de la guerre on échangeait encore une

couronne contre deux dinars, le vainqueur ayant imposé ce taux d'échange de façon purement arbitraire. Cependant dès la fin de la guerre, ce taux allait se trouver grandement changé : après la libération du pays quelques mois suffirent pour modifier ce rapport au très grand désavantage de la couronne, puisqu'on put bientôt obtenir 2 couronnes et même plus pour un dinar. Bien entendu, ce taux d'échange variait chaque jour du fait de la dépréciation différente que subissaient les deux monnaies sur le marché des changes.

Le professeur Bajkić attire l'attention sur un fait curieux, qui n'était pas précisément de nature à accélérer l'œuvre de l'unification économique ni à resserrer les liens devant rattacher les nouvelles provinces au royaume de Serbie pour en faire un système économique solide. Il fait remarquer que les paiements auxquels donnaient lieu les importants échanges de marchandises opérés entre la Serbie d'un côté et les nouvelles provinces yougoslaves de l'autre côté de la Save, du Danube et de la Drina, avaient bien le caractère de paiements internationaux, le débiteur serbe par exemple étant obligé de se procurer du change, des couronnes en l'espèce, pour payer sa dette à Zagreb ou à Ljubljana et vice-versa (1).

Des variations continuelles, sur le marché des changes, de la valeur de ces deux monnaies, nationales toutes les deux puisque représentant une partie du patrimoine de nos nationaux, d'un côté, et par voie de conséquence, des fluctuations incessantes de leur taux d'échange, de l'autre, résultait inévitablement un désarroi tel qu'il n'est peut-être pas exagéré de le qualifier de chaos monétaire; ce désordre

(1) Voir ce détail dans l'historique de la question monétaire qu'on trouve dans un article du professeur Bajkić dans *Jubilarni Zbornik života i rada Srba, Hrvata i Slovenaca*.

monétaire rendait la situation singulièrement précaire et l'on se devait de ne plus le laisser longtemps subsister si l'on voulait éviter de nouvelles calamités.

Ainsi donc, l'unification monétaire s'imposait. « C'était le premier problème et le plus difficile que notre Etat eut à résoudre, aussi difficile que pressant », écrit M. Bajkić.

Il n'est pas sans intérêt de souligner ici le fait que, malgré la certitude que la masse des billets-couronnes allait bientôt devenir une non-valeur, vu que tout espoir était perdu de voir ces billets convertis un jour en espèces, puisque la banque qui avait émis ce papier, seule débitrice vis-à-vis des possesseurs de ses billets, se trouvait à l'étranger et était acculée à la banqueroute, ces billets représentaient néanmoins une valeur, aussi bien dans le pays qu'à l'étranger; tant il est vrai que ce qui donne la valeur à une monnaie de papier, ce n'est pas l'encaisse métallique se trouvant dans les caves de l'institut d'émission ni la promesse de celui-ci de convertir ces billets en espèces mais uniquement le fait que ces billets constituent un pouvoir d'achat ou un pouvoir libératoire, si bien que ces billets, si dépréciés qu'ils soient, doivent garder une certaine valeur, celle précisément que leur confère leur faculté d'acquisition des biens matériels, car enfin il faut bien pour effectuer des achats et opérer des transactions indispensables à la vie économique, se servir de quelque instrument monétaire, si avili soit-il (1).

Avant de nous acheminer vers l'examen de la réforme monétaire de 1920 qui consacra l'unification du système monétaire, notons ici quelques étapes de la dépréciation du dinar. Au commencement de 1918 le dinar gardait encore 88 % de sa valeur-or, et encore vers le milieu de 1919 il n'avait pas perdu

(1) Aftalion, Cours d'économie politique (Cours de doctorat 1928-29), p. 51. — Monnaie, prix et change, p. 166.

la moitié de sa valeur d'avant-guerre. Mais déjà vers la fin de cette année 1919 il ne représentait qu'un quart par rapport à sa parité-or. Au moment de la réforme monétaire de 1920 il avait donc perdu à peu près trois quarts de sa valeur-or.

§ 3. *Mesures de protection du stock monétaire en couronnes contre le flot d'inflation venant de l'étranger.*

Dans l'œuvre immense de reconstruction économique du pays et de réorganisation des services publics, il est bien évident qu'on ne pouvait pas s'attaquer immédiatement au problème monétaire, impossible à résoudre du jour au lendemain, la solution satisfaisante de cette question compliquée étant conditionnée par toute une série de facteurs politiques, économiques et aussi — last no least — techniques. Cependant, la situation monétaire, telle que nous l'avons décrite au paragraphe précédent, menaçait de s'aggraver par suite des circonstances très particulières touchant la circulation des couronnes (1). Il y avait un facteur qui mettait la couronne en péril, facteur qu'on a beaucoup redouté et avec raison, puisqu'il a agi très puissamment d'abord sur la quantité des couronnes en circulation et ensuite sur la dépréciation de ce papier-monnaie. C'était l'inflation des couronnes venant de l'autre côté des frontières, inflation qui prenait des proportions de plus en plus grandes, puisque la presse à billets ne cessait de fonctionner à Vienne. Car il faut savoir que la couronne yougoslave, tout comme la couronne tchécoslovaque de ce temps-là, ne se distinguait en rien de la couronne austro-hongroise, puis-

(1) Voir l'étude du professeur Nedeljković « Devant la solution du problème du change », Zagreb 1919, qui expose d'une manière succincte tout le problème de la circulation des couronnes.

qu'elle était au même titre un billet inconvertible émis par le même institut d'émission, la Banque d'Autriche-Hongrie de Vienne. Après la cessation des hostilités et le démembrement de l'empire des Habsbourg, l'inflation était loin d'être enrayée. Tout au contraire, c'étaient des impulsions toujours plus vives à l'action inflatoire de la Banque, impulsions qui aboutissaient à l'émission de quantités de billets de plus en plus grandes. On craignait en Yougoslavie, non sans raison d'ailleurs, que ce flot d'inflation ne vînt y déferler et inonder le pays, vu l'impossibilité où l'on se trouvait d'empêcher complètement l'importation de ces billets étrangers destinés à devenir bientôt de simples chiffons de papier. Il fallait songer à protéger le stock monétaire en couronnes contre cette invasion illicite.

Voici quelques chiffres donnant une idée des dimensions prises par cette inflation. La circulation fiduciaire de la Banque d'Autriche-Hongrie s'élevait avant la guerre, en 1914, à 2129 millions de couronnes. Au 31 octobre 1918, c'est-à-dire vers la fin de la guerre, il y avait en circulation plus de 30 milliards de couronnes. Et en décembre 1919 ce volume de la circulation va se trouver augmenté encore presque du simple au double. D'autre part, l'encaisse métallique qui s'élevait avant la guerre à un milliard et demi de couronnes s'était abaissée en 1918 à 342 millions. Par conséquent, la

(1) « L'émission des couronnes n'a pas été arrêtée par la dislocation de la Monarchie. Cependant on aurait dû s'y attendre. La Banque d'Autriche-Hongrie était l'institut d'émission de la Monarchie toute entière. Celle-ci disparue, son privilège n'aurait pas dû exister. Mais ce fidèle collaborateur de la politique austro-magyare faisait semblant de n'y pas prendre garde. La Banque a continué à prêter aux gouvernements autrichien et hongrois. Jusqu'à la fin de l'année dernière (1918), elle a fait au premier une avance de 2 milliards et une autre de plus de 2 milliards 700 millions au second. Et ce n'était point la fin de ce système. D'où l'accroissement continu de l'émission. Il y a actuellement en circulation (fin 1919) plus de 52 milliards de couronnes ». Ninčić, *Le problème de notre change*, p. 6.

couverture des billets qui était avant la guerre de 74 % était tombée à 1,11 % (1). Comme on ne pouvait pas, pour des raisons techniques surtout, procéder immédiatement à l'échange des billets couronnes contre les billets-dinars, on se décida à prendre quelques mesures urgentes afin d'empêcher les couronnes de provenance étrangère de venir grossir démesurément le stock monétaire existant, qui s'élevait déjà à un chiffre imposant.

Nous exposerons brièvement les mesures que le Gouvernement yougoslave dut prendre dans le but de défendre la couronne yougoslave contre un danger aussi menaçant et d'empêcher ainsi que de nouvelles complications ne viennent compromettre les résultats de la réforme monétaire qu'il avait en vue.

I. Le Gouvernement yougoslave chercha d'abord à arranger les choses à l'amiable, puis en appela même aux Alliés, demandant leur intervention à Vienne. Ce fut sans succès. « Les Alliés avaient acquis la conviction que la situation économique et financière en Autriche et en Hongrie était si désespérée que les deux Etats eussent été changés en camps bolchevistes, dès qu'on aurait arrêté l'impression des billets », dit M. Bajkić. Le gouvernement yougoslave entreprit une démarche amiable auprès de la Banque d'Autriche-Hongrie et tâcha d'obtenir de celle-ci l'engagement qu'elle ne procéderait plus dans l'avenir à l'émission des billets pour le compte des gouvernements autrichien et hongrois, afin de ne pas compromettre davantage la position de la couronne. Voici ce qu'en dit M. Ninčić, le Ministre des Finances de cette époque : « Nous avons d'abord essayé d'obtenir de la Banque austro-hongroise elle-même l'engagement de ne plus prêter aux gouvernements autrichien et hongrois sous forme d'avances qui auraient pesé sur la circulation monétaire. Nous

(1) V. Djoulisibaritch, *Le dinar serbe et l'évolution financière de la Serbie*. — Thèse, Nancy, 1925.

avons obtenu la promesse qu'à l'avenir aucun crédit nouveau ne serait accordé aux Etats particuliers sans l'assentiment de tous les gouvernements nationaux (issus de l'Autriche-Hongrie)... En réalité tout cela ne signifiait pas grand'chose. Il existait encore un moyen indirect de faire des avances aux gouvernements autrichien et hongrois, c'était d'accorder des avances sur titres de leurs emprunts de guerre ». Le gouvernement alla jusqu'à envoyer une commission spéciale à Vienne pour tenter de parer à de nouvelles émissions. La réponse que fit l'institut d'émission de l'ancienne Monarchie est significative : « Il n'hésitait pas à déclarer qu'il valait mieux créer de nouveaux billets et satisfaire abondamment à toutes les demandes de crédit. Elle affirmait qu'agir autrement était aller au devant de difficultés sociales plus grandes que la dépréciation monétaire, qui auraient favorisé le bolchevisme et préparé le terrain à une nouvelle révolution (1).

II. Les tentatives du Gouvernement s'étant avérées vaines et étant restées sans résultat, puisque l'infiltration des couronnes continuait à s'effectuer à un rythme accéléré, on dut prendre d'autres mesures plus efficaces. C'est ainsi que le Gouvernement yougoslave décida vers la fin de 1918, la prohibition de l'importation de nouveaux billets-couronnes, décidant en même temps de défendre toute exportation de dinars, tout cela dans le but d'empêcher la dépréciation des deux monnaies. Comme on pouvait s'y attendre, cette mesure énergique devait mécontenter profondément les Autrichiens et les Hongrois. En effet, la défense d'importer des couronnes souleva de vives protestations à Vienne et à Budapest.

Cependant cette mesure du Gouvernement yougoslave destinée à empêcher l'importation des billets imprimés à Vienne, ne pouvait suffire à elle seule

(1) V. Ninčić, *op. cit.* passim.

pour écarter le danger qui menaçait la couronne yougoslave. C'est pourquoi le jour même où l'on prescrivait la prohibition d'importer les couronnes, le Gouvernement décréta une autre mesure destinée à parer au danger d'une manière bien plus efficace. La décision du Gouvernement du 25 décembre 1918 prévoyait une opération qui devait en quelque sorte *nationaliser* le stock monétaire en billets-couronnes qui se trouvaient en circulation sur le territoire yougoslave. Il décida de procéder à l'estampillage de tous les billets-couronnes, cette opération consistant en l'apposition d'une estampille officielle sur le billet (1). L'opération d'estampillage, en dehors de la « nationalisation » de ces billets étrangers servit également de recensement des couronnes. Tandis que les diverses estimations sur la quantité probable des couronnes variaient de 3 à 15 milliards, on trouva effectivement le chiffre de 5323 millions. L'estampillage fut opéré par toutes les autorités civiles et militaires du pays. Cependant, cette mesure énergique et qu'on espérait très efficace, ne donna, suivant les avis compétents, que des résultats assez médiocres. L'estampillage fut effectué pendant le mois de janvier 1919. Comme cette opération était assez rudimentaire et qu'il était aisé d'imiter les estampilles des autorités dans le but de falsifier sinon le billet lui-même du moins sa « nationalité », les importations de couronnes ne cessèrent pas entièrement. Toutefois, leur infiltration fut rendue beaucoup plus difficile.

(1) M. Ninčić dit : « Ces deux gestes décisifs montrèrent que nous avions l'intention de vivre en état entièrement indépendant ». Ninčić, op. cit., p. 2. — D'autre part M. Hantos écrit : « Le Gouvernement yougoslave fut le premier qui, sans aucun avis préalable et sans accord avec les autres États successeurs supprima en janvier 1919 par l'estampillage des billets effectué à cette date le communauté existant avec la couronne austro-hongroise. Malgré cette avance de temps, il n'a cependant pas réussi à assurer le maintien de sa monnaie et à en fixer la forme définitive ». Hantos, op. cit., p. 187.

III. En juillet 1919 on prit une décision malencontreuse qui eut pour effet d'accroître les méfaits d'une circulation déjà trop gonflée. On leva la prohibition de l'importation des couronnes munies d'estampilles. Il s'en suivit une recrudescence de l'infiltration des couronnes étrangères, aux estampilles falsifiées, ce qui certainement accéléra la dépréciation de la couronne yougoslave (1).

Cependant, comme la fabrication de nouveaux billets dinars-couronnes qui devaient remplacer les couronnes, exigeait beaucoup de temps, pour des raisons que nous ne pouvons examiner ici, et comme l'infiltration des couronnes aux estampilles falsifiées gagnait du terrain, il fallait agir vite et ne pas attendre la réforme monétaire définitive pour se prémunir contre le danger toujours persistant d'inflation extérieure. C'est pourquoi on décida, au mois d'octobre 1919, de procéder à une nouvelle opération dont le but était de faire identifier de nouveau les couronnes yougoslaves. C'est l'opération du timbrage des billets-couronnes déjà estampillés, consistant en l'apposition d'un timbre spécial, une sorte de vignette, sur les billets, timbre qu'il n'était pas aussi facile de falsifier que l'estampille trop souvent illisible (2).

Le but essentiel de cette opération était, bien entendu, d'empêcher une augmentation, par des voies illicites, de la circulation fiduciaire en couronnes. Toutefois le Gouvernement profita de cette occasion pour effectuer une sorte d'emprunt forcé en retenant 20 % du montant des billets présentés au timbrage. Cette mesure, disait-on, aurait pour effet de diminuer la circulation des couronnes et, partant, d'après la théorie quantitative de la monnaie, non seulement d'enrayer la dépréciation future

(1) M. Ninčić critique vivement cette décision, op. cit., p. 74.

(2) M. Ninčić, cependant, conteste l'utilité de cette nouvelle opération, op. cit., p. 75.

de la couronne, mais encore de relever sa valeur internationale et son pouvoir d'achat à l'intérieur. Cette déflation ne donna pas les résultats escomptés. Le cours de la couronne, relevé par suite de l'opération de timbrage, s'affaissa de nouveau jusqu'à son niveau antérieur et même au-delà. Les effets de la déflation sur les prix ne se manifestèrent pas. Il est vrai que le Gouvernement, se trouvant en mauvaise posture, manquant de fonds pour ses dépenses les plus urgentes, ne tarda pas à remettre dans la circulation cette quantité de couronnes qu'il en avait retirée temporairement. Mais il est permis d'exprimer des doutes en ce qui concerne les effets bienfaisants de cette mesure déflatoire sur le pouvoir d'acquisition de la couronne, effets qui auraient dû nécessairement résulter de la diminution de la circulation des couronnes. Rien n'est moins certain que cette prétendue influence directe du volume de la circulation sur le change et encore moins sur le niveau des prix (1).

§ 4. *Les principaux traits de la réforme monétaire du 26 janvier 1920.*

Toutes les mesures que nous venons d'énumérer brièvement n'étaient cependant que des palliatifs. Le problème monétaire demandait d'urgence une solution radicale consistant en une unification du système monétaire avec un étalon unique, le nouveau royaume unifié devant avoir une monnaie unique. L'heure des demi-mesures était passée. « L'opinion était émue par la hausse incessante des prix. Le Gouvernement du Royaume, en procédant à la réforme monétaire dans le but de l'unification de deux

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 141. — Subercasseaux, *Le papier-monnaie*, p. 159-165. — Rist, *La déflation en pratique*, p. 113 et les s.

unités monétaires a eu à tenir compte de la surexcitation extrême du peuple par suite de la diminution continuelle du pouvoir d'achat des deux unités monétaires », écrit M. Bajkič (1).

La réforme monétaire fut l'œuvre de la loi du 26 janvier 1920 qui créait l'institut d'émission du nouveau royaume *La Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes*, ou, plus exactement, transformait l'ancienne Banque Nationale du Royaume de Serbie en banque d'émission du royaume agrandi. Le but essentiel de la réforme était d'effectuer l'unification du système monétaire par la création d'une monnaie légale unique, émise par un seul institut d'émission ayant le privilège d'émettre les billets pour tout le territoire du royaume. La loi du 26 janvier 1920 portait la création de la Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes et donnait ses bases juridiques au fonctionnement du nouvel institut d'émission, puis posait les principes de la réforme monétaire à accomplir.

Au terme de l'article I des « Dispositions transitoires » de cette loi fondamentale, la Banque Nationale devait mettre en circulation une nouvelle émission de billets de banque en échange des billets-couronnes de la Banque d'Autriche-Hongrie (2) et des billets libellés en dinars-argent de la Banque Nationale du Royaume de Serbie (3). Toutefois, cet article ajoutait que les coupures de la Banque Nationale du Royaume de Serbie devaient rester en

(1) Loc. cit.

(2) Voir l'étude déjà citée du prof. Nedeljković. Il avait été au premier abord question de remplacer les billets-couronnes par des billets d'État, mais ce projet fut vite abandonné. Une telle solution, rejetée avec raison, n'aurait fait que compliquer la situation.

(3) Les billets-dinars de l'émission d'avant guerre, émis par l'ancienne Banque Nationale du Royaume de Serbie, se trouvent toujours en circulation à l'égal des nouveaux billets émis par la Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, libellés en dinars également.

circulation comme coupures de la Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes, jusqu'à ce qu'elles fussent retirées de la circulation; cette mesure allait pratiquement aboutir à ce fait que les billets de la nouvelle émission destinés à servir pour le retrait des billets couronnes fussent des billets-dinars portant mention de leur valeur en couronnes suivant le rapport légal désormais fixe de 1 dinar = 4 couronnes.

La Banque devait commencer ses opérations le 1^{er} février 1920. C'est au cours du mois de février 1920 que commença le retrait des couronnes et leur échange contre les billets dinars-couronnes. Cette opération de conversion dura plus de trois mois. Le retrait des couronnes, effectué au taux d'échange de 1 à 4, qui correspondait d'assez près au rapport réel des deux monnaies sur le marché libre, donna lieu à une émission de nouveaux billets s'élevant à 1,195 millions de dinars. Ces billets étaient des coupures commandées par l'Etat en vue du retrait des billets-couronnes que la Banque Nationale avait accepté de mettre en circulation comme ses propres coupures provisoires et qu'elle était tenue de remplacer, dans un délai de trois ans au maximum, par des coupures définitives, c'est-à-dire par ses propres billets (art. II des dispositions transitoires de la loi du 26 janvier 1920). Le montant des coupures mises en circulation pour l'échange des billets-couronnes devait être porté sur les livres de la Banque comme dette de l'Etat sans intérêts (art. IV), dette dont les garanties et les modalités de remboursement étaient spécifiées par la même loi.

La loi n'avait pas omis d'instituer, pour tous les billets de la nouvelle banque d'émission, le cours forcé sans limitation de délai.

Cette loi fondamentale qui réglait ainsi heureusement le problème de l'unification du système moné-

taire, unification dont les effets devaient être des plus bienfaisants pour le développement de l'économie yougoslave, fut cependant la source d'une nouvelle calamité. Elle était grosse d'un danger imminent, car elle laissait la porte largement ouverte à une politique de financement de l'Etat qui allait produire des effets funestes et causer des perturbations très graves. En effet, cette loi fut le point de départ d'une inflation qui mit rapidement en péril la nouvelle unité monétaire yougoslave au point d'en ébranler les fondements mêmes.

L'inflation de 1920 à 1921, provoquée uniquement par la nécessité de couvrir les déficits budgétaires, eut pour résultat de très grandes fluctuations du change, dont l'effet final fut une dépréciation considérable de l'unité monétaire. Ce que fut cette détérioration du change les développements du chapitre suivant vont nous le montrer.

Nous ne croyons pas qu'il soit utile de reproduire ici les articles de la Loi sur la Banque Nationale qui ont trait à l'émission des billets. Disons tout simplement que l'on distingue le *contingent ordinaire* de la Banque, c'est-à-dire les billets que la Banque émet en allouant des crédits au commerce par la voie de l'escompte et des avances sur titres, du reste de l'émission, ou *contingent extraordinaire*, où figurent principalement les avances à l'Etat. Les billets sont entrés en circulation par conséquent, à deux titres différents :

1° En tant que contingent régulier, ils sont censés avoir été émis pour satisfaire aux besoins du commerce (art. 20, al. 1, et art. 19) ;

2° Pour le reste de l'émission on peut dire que la plus grande partie des billets a dû servir à combler les déficits budgétaires : crédit extraordinaire de 2 milliards et escompte des bons du trésor 1 milliard (dispositions transitoires X., art. 12). Le résidu, consti-

tuant une partie assez importante de cette émission pour le compte de l'Etat, est représenté par les billets qui vinrent remplacer les billets-couronnes déchus et figure dans le compte de l'échange des billets-couronnes comme « dette de l'Etat sans intérêts ». (Dispositions transitoires IV.). D'autre part une partie des billets figurant au compte de l'Etat « échange provisoire » est couverte par le métal ou les devises versées par l'Etat en contrepartie des billets reçus (art. 13).

Enfin, une interprétation législative de l'article 20 de la Loi vint autoriser la Banque à émettre des billets, en dehors de son contingent ordinaire, pour l'achat de lettres de change et de chèques sur les marchés étrangers (art. 20 al. 2).

CHAPITRE II.

DEPRECIATION DU DINAR.

SECTION PREMIÈRE.

Les déficits budgétaires et l'inflation (1).

L'inflation yougoslave se place en 1920 et 1921 pour prendre fin dès 1922. Si elle a passé comme un accès de fièvre, ses effets se feront longtemps sentir, parce que la dette de l'Etat qui en est la conséquence sera difficile à résorber et continuera longtemps à entraver l'activité normale de l'institut d'émission.

Si l'on analyse un des derniers bilans annuels de la Banque Nationale de Yougoslavie, on arrive aisément à se rendre compte de ce qui constitue les traces presque intactes de cette inflation. Prenons celui du 31 décembre 1928. Nous constatons que, sur un total de circulation s'élevant à la fin de cette année à 5528 millions de dinars la dette de l'Etat accuse un montant de 4202 millions ou, si l'on fait abstraction du compte d'échange provisoire où figurent les billets remis à l'Etat comme contre-valeur des sommes déposées par lui en métal ou en devises étrangères,

(1) Nous attirons l'attention que les chiffres que nous ferons figurer dans ce paragraphe se rapportent aux années 1920-1928 bien que le présent chapitre ne traite que de la période allant jusqu'en 1923. Nous voulons par là garder l'unité de l'exposé et donner dès maintenant une idée complète de ce que fut l'inflation yougoslave provoquée par les déficits budgétaires dans les années 1920, 1921 et 1922, en faisant voir comment la dette de l'Etat constituée par les avances de la Banque Nationale, alla d'abord en croissant, puis resta stationnaire quelque temps et enfin commença légèrement à diminuer, en amenant une décongestion partielle de la circulation monétaire.

le chiffre exact de 3974 millions. C'est dire que la dette totale de l'Etat représentait alors 76 % de la quantité totale des billets en circulation, ce montant de près de 4 milliards de dinars ayant été émis uniquement pour le compte de l'Etat à des fins absolument étrangères au fonctionnement normal d'un institut d'émission. Voyons ce que représente effectivement cette dette de l'Etat.

En laissant de côté les opérations d'échange provisoire, on peut dire que les billets que l'Etat a empruntés à la Banque Nationale constituent actuellement la partie immobilisée et incompressible de la circulation. Ils ont été émis à deux fins bien différentes :

a) Une partie de la dette de l'Etat constitue les billets émis pour effectuer le rachat des billets-couronnes. Nous parlerons dans la section suivante des caractères de cette émission, occasionnée par la conversion des couronnes austro-hongroises possédées par les ressortissants yougoslaves en billets-dinars de la Banque Nationale yougoslave, émission qui ne présente aucunement les traits d'une inflation ordinaire (1). Notons ici simplement qu'elle s'élevait primitivement, au lendemain de l'opération d'échange des couronnes en dinars, à près de 1200 millions et que cette dette a été en partie déjà remboursée, si bien qu'à la fin de 1928 elle dépassait à peine 1 milliard de dinars.

b) Une autre partie de la dette de l'Etat — les trois quarts de la somme totale — représente les billets qui furent émis successivement, au fur et à mesure des besoins financiers de l'Etat, pour satisfaire aux besoins du Trésor, qui eut pendant un certain temps surtout de 1919 à 1922, à faire face à des dépenses excédant largement ses recettes régulières. Ceci constitue donc une inflation ordinaire, représentée par

(1) Voir page 44.

des avances de la Banque à l'Etat pour permettre à ce dernier de couvrir les déficits budgétaires, inflation tout à fait analogue à celle que pratiquèrent nombre de pays mis par les difficultés financières d'après-guerre dans la nécessité de recourir à ce procédé anormal pour suppléer aux insuffisances budgétaires.

Les avances que l'Etat s'est fait consentir par la Banque d'émission sont inscrites dans le bilan sous les postes de « crédit ordinaire de 1 milliard » d'une part, et de « crédit extraordinaire de 2 milliards » d'autre part. L'inflation véritable, créatrice de revenu nominal, se chiffre donc, en chiffre rond, à 3 milliards de dinars, somme qui représente à peu près un quart du budget annuel yougoslave.

On doit certes désapprouver et critiquer cette « politique inflationniste » et blâmer le manque de courage fiscal dont certains Gouvernements ont fait preuve. Il importe cependant de reconnaître que, la nécessité ne connaissant pas de loi, de nombreux Etats se sont vus obligés, dans bien des cas, de recourir aux emprunts de la Banque d'émission, ces avances constituant souvent le seul moyen toujours à la portée des Gouvernements, pour se procurer les ressources indispensables à la vie de l'Etat. L'inflation constitue assurément une bien mauvaise politique, incompatible avec les principes des finances publiques saines. Pourtant, il arrive parfois que le critérium financier passe au second plan. C'est précisément le cas dans l'exemple yougoslave. Sans nous faire les défenseurs de cette politique inflationniste tant décriée, contentons-nous de constater que les considérations d'ordre financier ou monétaire ont dû céder parfois devant la nécessité de sauvegarder les intérêts vitaux de la nation. Devant les nécessités impérieuses de l'heure les scrupules possibles des Ministres des Finances sont assez vite écartés. D'autre

part les velléités de résistance de l'institut d'émission sont rapidement paralysées. Il se peut, qu'il y ait eu des abus. A user de ce procédé trop facile l'on est naturellement porté à en abuser. Cependant, il faut bien le reconnaître, dès l'instant où le Trésor yougoslave avait vu augmenter le rendement des recettes normales, les emprunts à la Banque avaient aussitôt diminué pour disparaître complètement peu après, l'Etat ayant réussi à trouver les ressources indispensables à sa vie soit dans les impôts, soit dans les sommes réalisées au moyen d'emprunts à long terme émis dans le pays et à l'étranger. Il y a même plus. Dès qu'il l'a pu, l'Etat a fait des efforts, modestes il est vrai, mais pourtant très méritoires pour diminuer sa lourde dette à la Banque, dette dont le poids constitue de toute façon un sérieux obstacle pour le développement normal de notre institut d'émission. A vrai dire cette diminution de la dette de l'Etat n'est pas le résultat des remboursements effectifs des billets, prélevés aux particuliers au moyen d'impôts, mais tout simplement l'effet de la participation de l'Etat aux bénéfices réalisés par l'institut d'émission. En effet, l'Etat se voit obligé, aux termes de la loi organique de 1920, à renoncer à disposer de sa part dans le profit de la Banque, cette part devant servir à la réduction de sa dette contractée par le rachat des billets couronnes.

L'inflation pour le compte de l'Etat doit être bien distinguée de ce qu'on a appelé « l'inflation pour le compte de la Banque elle-même » (1). Cette seconde inflation est constituée par des octrois de crédits aux particuliers en 1922. C'est une inflation de crédit aboutissant également à l'accroissement de la circulation et en partie à l'augmentation des engagements à vue de la Banque.

(1) M. Hantos dit : « A l'inflation publique s'ajoute une énorme inflation privée. » — Hantos, op. cit. p. 12.

De plus, il importe de noter que dans la seconde moitié de 1922, la Banque vendait des devises cédées par l'Etat dans le but de relever le change. En se désaisissant de ces devises la Banque opérait des retraits de billets, ce qui aurait équivalu à une déflation, si la Banque ne les avait pas refoulés de nouveau, en accordant des crédits aux particuliers. Par les opérations d'escompte et des avances sur titres, l'institut d'émission relançait dans la circulation les billets retirés temporairement par ces opérations de vente de devises et empêchait ainsi que l'abondance monétaire créée par l'inflation précédente se transformât brusquement en un resserrement des disponibilités liquides. Plus tard, en 1923, quand l'Etat commence à prélever des sommes importantes sur son compte, en réalisant la contreva-leur en dinars des devises cédées auparavant, on assiste au dégonflement des engagements à vue de la Banque et à une nouvelle augmentation de la circulation. Cet accroissement de la circulation paraît bien une inflation déguisée, quoi qu'en dise le Ministre des Finances.

L'inflation pour le compte de l'Etat se place principalement dans les années 1920 et 1921. Un mois avant la création de la nouvelle banque d'émission, au 31 décembre 1919, la dette totale de l'Etat à la Banque Nationale de Serbie ne s'élevait qu'à 600 millions de dinars. Déjà à la fin de 1920 la dette de l'Etat avait atteint le chiffre imposant de 3283 millions. Le 31 décembre 1921 alors que l'Etat allait déjà s'abstenir de cette course aux emprunts de la Banque, la dette se montait à 4418 millions. A la fin de 1922 cette dette n'avait augmenté que d'un montant relativement peu élevé, une centaine de millions, de sorte que le bilan de la Banque du 31 décembre 1922 donnait le chiffre un peu plus fort de 4518 millions. La dette de l'Etat atteint son maximum en 1923, puis-

que le bilan du 31 décembre 1923 montre qu'elle se chiffre à 4524 millions, ce qui constitue bien un record. Mais, on voit que l'augmentation de la dette par rapport à l'année 1922 n'est qu'insignifiante, quelques millions seulement.

A partir de 1924, la dette de l'Etat va en diminuant, l'Etat ayant non seulement renoncé à s'endetter davantage à la Banque d'émission, mais ayant montré la volonté de répondre à ses obligations et de commencer le remboursement de sa dette.

Voici les montants de la dette totale de l'Etat mis en regard des chiffres de la circulation monétaire, d'après les bilans de la fin des années respectives :

	dette	circulation	Dette de l'Etat en % de la circulation totale
1919	600	—	—
1920	3283	3344	98 %
1921	4418	4688	94 %
1922	4518	5040	90 %
1923	4524	5790	78 %
1924	4521	6001	75 %
1925	4467	6063	74 %
1926	4414	5812	76 %
1927	4338	5743	76 %
1928	4202	5528	76 %

Les pourcentages nous montrent à quel point l'Etat avait mis sa main sur le crédit de la Banque. Mais on peut remarquer une amélioration sensible de ce rapport qui passe de 98 % en 1920 à 74 % en 1925 pour se fixer ensuite à 76 % en 1926-27-28.

Bien entendu, ces pourcentages ne doivent pas nous induire en erreur. Il ne faudrait pas tirer cette conclusion absurde que, par exemple en 1920, l'Etat avait immobilisé 98 % de la circulation totale. Il va de soi que tous les billets émis pour le compte de l'Etat n'ont réellement représenté en aucun moment

un pourcentage aussi élevé que 98 % de la circulation effective, puisque le seul portefeuille des effets escomptés accusait, à la fin de cette année 1920, 232 millions de dinars. C'est que, naturellement, les billets que la Banque émet, soit en prêtant à l'Etat, soit en distribuant des crédits au commerce par la voie de l'escompte, lui reviennent sans cesse, après avoir circulé un temps plus ou moins long. Ils viennent souvent grossir le poste des comptes-virements, qui constituent une partie importante des engagements à vue de la Banque puisqu'ils peuvent en ressortir à chaque instant pour être lancés de nouveau dans la circulation, si les déposants le veulent bien. Ils constituent ainsi, ce qu'on appelle une circulation en puissance.

Voici maintenant les variations des montants des effets escomptés et des avances sur titres, en millions de dinars :

	Escompte (moyennes annuelles)	Avances sur titres et escompte ensemble (à la fin de l'année)	Avances et escompte en % par rapport à la circulation totale
1921	337	598	13 %
1922	1077	1521	30 %
1923	1500	1524	26 %
1924	1448	1495	25 %
1925	1246	1371	23 %
1926	1386	1481	25 %
1927	1401	1683	29 %
1928	1613	1724	31 %

On constate ainsi une amélioration progressive de ce rapport qui atteste le mieux le processus d'assainissement de l'institut d'émission.

Voici d'autre part les chiffres approximatifs faisant ressortir les déficits budgétaires suivant les exercices, mis en regard des chiffres représentant les avances de la Banque d'émission tels qu'on les trouve dans l'ouvrage de M. Slavko Šećerov, mem-

bre de la Commission des Finances du Parlement
Nos finances 1918-1925 p. 176.

Exercices	Déficits en millions de dinars	Avances en millions de dinars
1919/20 ..	1800	711.4
1920/21 ...	1000	1485
1921/22 ...	1000	417
1922/23 ...	1000	151
1923-24 ...	400	—
1924-25 ...	900	4.6

Nous empruntons également à M. Šečerov le tableau qui fait voir le prodigieux développement des dépenses budgétaires, cet accroissement tenant en partie à la dépréciation de la monnaie (1) :

Exercices	Dépenses annuelles en millions de dinars	Accroissement des dépenses par rapport à l'année précédente
1919 ..	1574	—
1919/20 ..	2473	+ 63 %
1920/21 ..	4815	+ 94 %
1921/22 ..	6149	+ 28 %
1922/23 ..	8134	+ 32 %
1923/24 ..	10209	+ 25 %
1924/25 ..	11765	+ 15 %
1925/26 ..	12304	+ 5 %

C'est ainsi qu'à côté de l'inflation pour le compte de l'Etat nous avons une inflation pour le compte de la Banque elle-même. Tandis que la première a eu lieu en 1920-21, la seconde se place en 1922. Tandis qu'en 1920-21, la Banque n'avait placé, suivant le bilan du 31 décembre 1921 en escompte et en avances sur titres que 598 millions de dinars (2), son porte-

(1) Šečerov, op. cit., p. 177.

(2) A certains moments, pendant le premier semestre de 1921, le portefeuille d'escompte est représenté par la somme dérisoire de quelques 170 millions de dinars. Encore au 30 juin 1921 l'escompte et avances sur titres pris ensemble ne dépassent pas 200 millions.

feuille d'escompte auquel nous ajouterons les avances sur titres, se monte le 31 décembre 1922 à 1521 millions de dinars; ce qui signifie que la Banque a émis au cours de l'année 1922 pour son propre compte près d'un milliard de dinars. Si la circulation ne s'accroît, de 1921 à 1922 que de quelques 400 millions, nous avons une augmentation sensible de ses engagements à vue. Cette « circulation en puissance » deviendra en partie circulation effective en cours de l'année 1923.

SECTION II.

Les mouvements du change.

Au moment où l'institut d'émission du Royaume de Serbie allait être transformé en Banque Nationale du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes afin de pouvoir élargir ses affaires sur le territoire des anciennes provinces d'Autriche-Hongrie, les billets qu'il avait en circulation se trouvaient déjà très dépréciés. En moyenne, le cours du dinar représentait pendant le mois de janvier 1920 23.6 % de la valeur-or d'avant guerre.

Devenu unité monétaire yougoslave, le dinar ne paraissait pas voué à un triste sort. Il devait, semblait-il, rester à l'abri de tout danger, puisque la réforme de 1920 devait inaugurer l'ère de l'assainissement monétaire. Et cependant, il n'en fut point ainsi. Pendant l'année 1920 le dinar eut à subir de très fortes variations dans le sens de la hausse et de la baisse. C'est que l'œuvre de l'assainissement monétaire n'était point accompagnée de l'assainissement des finances publiques et de la consolidation de l'économie nationale : le budget n'était pas équilibré et la balance des comptes était fortement déficitaire.

Si nous prenons les valeurs mensuelles du dinar

d'après les cours cotés à la Bourse de New-York, nous voyons que le dinar valait, en pourcentages de sa valeur-or d'avant guerre :

en	% par rapport à la parité-or	Indices du dollar
janvier 1920	23.64 %	423
février	18.49 %	541
mars	17.20 %	582
avril	17.33 %	577
mai	12.79 %	782
juin	24.47 %	409
juillet	30.76 %	325
août	24.04 %	416
septembre ..	18.33 %	546
octobre	16.89 %	592
novembre ...	15.77 %	634
décembre ..	15.31 %	653

Le niveau le plus bas fut atteint en mai, le dinar ne valant en moyenne que moins de 1/8 de sa valeur-or. Puis, une hausse éphémère mais fort accusée eut lieu, faisant passer la moyenne de juin presque du simple au double par rapport à celle du mois précédent, et amenant la moyenne de juillet à 30.76 %, pour la faire retomber peu à peu, la dépréciation s'accroissant de plus en plus, à un niveau inférieur à celui du mois de février, si bien que la moyenne de décembre n'excède pas sensiblement 15 % de la parité-or.

Si nous songeons à la marche qu'a suivie l'inflation à partir de février 1920, nous ne pouvons nous empêcher de constater, que la dépréciation du dinar a été somme toute minime. Cependant, la bonne tenue du dinar, ainsi que la hausse passagère de l'été 1920, ne peut être expliquée que par l'influence des facteurs psychologiques, pour une part (hypnose déflatrice provoquée par l'opération de conversion des couronnes) et par l'intervention de l'Etat sur le mar-

ché des changes, celui-ci ayant pris des mesures pour empêcher la chute de la devise nationale. Ainsi, souvent, les cours cotés ne représentent pas la véritable situation des changes, la liberté des transactions à la Bourse n'existant pas, puisque l'Etat avait pris le monopole du commerce de change en l'attribuant à un organisme spécial, chargé de centraliser toutes les devises provenant des exportations du pays, de sorte que le jeu libre de l'offre et de la demande des devises se trouvait supprimé. D'autre part, l'Etat effectuait des ventes de devises qu'il avait réussi à se procurer, à des cours trop bas, influençant ainsi pour un temps plus ou moins long le cours du dinar dans le sens de la hausse, à laquelle cependant les conditions économiques et monétaires ne se prêtaient pas.

La théorie psychologique du change a mis en lumière la grande importance, en matière de change, de ce qu'on appelle le facteur psychologique. On sait, que la théorie du professeur Aftalion tient également compte des facteurs quantitatifs du change (balance des comptes, mouvements des capitaux) et des éléments qualitatifs (circulation monétaire, politique des Etats) et fait reposer les fondements du change dans les estimations individuelles, lesquelles se trouvent grandement influencées par une série de facteurs psychologiques (confiance, prévisions) (1). Les fortes variations du change en 1920, dans les deux sens, s'expliquent surtout par l'action des facteurs psychologiques.

La Banque Nationale, préoccupée par son organisation interne et n'ayant pas à sa disposition les moyens suffisants pour intervenir avec succès et réaliser un résultat durable sur le marché des changes, restait impuissante et se voyait obligée d'abandonner le dinar à son sort. Elle n'agissait alors que sur les ordres et pour le compte du Ministère des Finances

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 290 et les s.

auquel incombait ainsi la tâche ingrate de défendre le dinar. Cette carence de l'institut d'émission n'était certainement pas de nature à consolider la position de la monnaie nationale.

Certaines mesures artificielles, destinées pourtant dans l'esprit de leurs auteurs à effectuer un redressement durable du change, s'avéraient finalement aussi vaines que malencontreuses. Les changes étrangers manifestaient constamment une tendance au mouvement ascendant pour cette raison très simple que la balance des comptes était fortement déficitaire et que l'inflation faisait des progrès gigantesques, la dette de l'Etat passant de 602 millions de dinars à la fin de 1919 à 3283 millions de dinars au 31 décembre 1920, et la circulation fiduciaire ayant augmenté, dans la même période, de 664 millions à 3344 millions de dinars.

Cependant, une discrimination s'impose. A y regarder de près, dans cette masse du papier-monnaie émis au cours de l'année 1920 il faut bien distinguer les billets qui, bien qu'émis pour le compte de l'Etat et faisant partie de sa dette à la Banque d'émission, ne pouvaient aucunement représenter la création d'un pouvoir d'achat nouveau, ni une augmentation du revenu nominal, puisque ils étaient émis pour retirer de la circulation les billets-couronnes de la Banque d'Autriche-Hongrie. Nous savons que la théorie du revenu (1) enseigne que la hausse des prix est due non pas à l'accroissement de la quantité de monnaie en circulation, mais à l'inflation des revenus dont les variations ne concordent pas toujours avec les variations du volume de la circulation. Le revenu est le facteur intermédiaire qui explique le mécanisme de l'action de la circulation sur les prix et aussi sur le change. Mais dans le cas présent, même les partisans de la théorie quantitative de la monnaie ne

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 156 et les s.

pourraient alléguer un accroissement des moyens de paiement en circulation. Par conséquent on ne peut contester que, pour cette partie de l'émission, l'augmentation de la circulation fiduciaire n'est qu'apparente. Pour la Banque c'est une émission qui présente les traits d'une inflation, car ce sont des billets constituant des avances à l'Etat, billets qui ne sont gagés ni par le métal ni par les effets de commerce, mais par les domaines d'Etat, gage bien illusoire à la vérité, puisqu'il ne peut être mobilisé. Cependant, laissant de côté la question de la couverture de ces billets, nous pouvons dire que du point de vue de l'économie nationale il n'y a pas là, création de revenu nouveau. Cette émission ne constitue pas un pouvoir d'achat supplémentaire, mis à la disposition des particuliers, qui crée de nouveaux revenus au public. Cette masse de billets, constituée par la quantité de papier-monnaie d'une nouvelle émission qui allait supplanter dans la circulation les billets-couronnes et qui s'élève à 1200 millions de dinars n'est pas le produit de l'inflation, bien qu'il en ait résulté pour la Banque Nationale, un accroissement énorme de sa circulation fiduciaire et bien que cela constitue pour l'Etat une très grande augmentation de sa dette, vis-à-vis de la Banque. On ne peut disconvenir que pour le pays cette opération de l'échange des couronnes en dinars ne représente qu'un phénomène d'ordre technique. La quantité totale du pouvoir d'achat qui se trouvait, avant l'opération d'échange entre les mains du public est restée la même et n'a fait que changer d'aspect : aux anciens billets austro-hongrois ayant cours légal et pleine force libératoire, sont venus se substituer les nouveaux billets libellés en dinars et en couronnes, investis également du cours légal, sans que les individus qui ont fait échanger les anciens billets contre les nouveaux soient devenus plus ou moins riches, sans que le pouvoir d'achat total mis à leur disposition se soit

accru d'un centime. Il n'y a donc ici ni inflation comme certains l'ont affirmé, ni déflation que d'autres ont voulu y voir, mais une simple substitution des signes monétaires nouveaux à ceux qui existaient auparavant. Le papier-monnaie ne faisait que prendre une autre forme : les anciens billets austro-hongrois, dont tout espoir de rétablir la convertibilité en espèces était perdu, cédaient la place aux nouveaux billets de la Banque Nationale, investis du cours forcé et par conséquent inconvertibles eux-aussi, mais gardant un pouvoir d'achat plus élevé. Cette opération technique ne pouvait pas avoir pour résultat d'accroître ou de diminuer les revenus des particuliers.

On comprend alors que cette augmentation énorme de la circulation de quelques 1.200 millions de dinars, alors que la Banque Nationale de Serbie n'avait, au moment de sa transformation en institut d'émission du royaume entier, qu'une circulation dépassant à peine 800 millions de dinars, ne pouvait pas produire les mêmes effets sur les prix et sur le change qu'une inflation pure et simple, celle qui est représentée par des avances de la Banque d'émission à l'Etat, au moyen desquelles l'Etat paye ses fournisseurs ou ses fonctionnaires en créant de toutes pièces du revenu nouveau. M. Aftalion écrit : « Quant l'Etat paie les fonctionnaires, les arrérages des rentes, les pensions, au moyen de l'impôt, ce qu'il donne aux uns il le prend aux autres, et le revenu total peut rester égal à la valeur de la production nationale $R=PQ$. Mais quand l'Etat paie ses fonctionnaires, les rentes, les pensions, par des émissions de billets, ce qu'il donne aux uns, il ne le prend à personne. Il crée alors du revenu, revenu nominal, s'entend. Au revenu provenant de la production nationale s'ajoute un revenu supplémentaire dû à l'inflation monétaire » (1).

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 158. — Voir ce que dit M. Bajkic dans l'article déjà cité. L'opinion contraire est sou-

L'inflation véritable et effective, provoquée par les besoins financiers de l'Etat et destinée à suppléer aux insuffisances budgétaires, est constituée par le résidu qui apparaît quand on retranche de la somme représentant l'accroissement total de la dette de l'Etat à la Banque au cours de l'année 1920 la quantité de monnaie émise pour l'échange des billets-couronnes. On obtient ainsi, en chiffre rond, un milliard et demi de dinars. C'est ce chiffre qui donne une idée de l'inflation produite par l'endettement successif de l'Etat qui se trouvait aux prises avec des difficultés financières et, n'ayant pas l'embarras du choix, se faisait avancer les sommes nécessaires à sa vie normale par la Banque d'émission.

Si cette inflation des revenus n'a produit son plein effet sur le change qu'avec un certain retard, il n'en est pas moins vrai qu'elle a constitué le principal facteur de sa dépréciation.

L'inflation avançait à grands pas dès les premiers mois de 1920. Si son action ne se fait pas sentir immédiatement sur la valeur internationale du dinar qui s'est même redressé en été 1920 (1) c'est peut-être grâce à une « hypnose déflatoire », pour reprendre l'expression du professeur Bajkić, éminent économiste yougoslave. On a paru tenir ce raisonnement spécieux : Au lieu d'avoir une circulation constituée par 5 milliards de couronnes et 770 milliards de dinars, on aura désormais une circulation de 2 milliards de

tenue par M. Eropkin (*Ekonomist*, année V, N° 9-10) qui critique vivement l'opération de conversion des couronnes en dinars. Il prétend que l'émission des billets pour la conversion des couronnes fit perdre au dinar en quelques mois la moitié de sa valeur. Il oublie cependant que c'est précisément en cette période que les avances de la Banque Nationale à l'Etat commencent à atteindre des chiffres imposants et que cette chute du dinar n'est que le résultat de cette inflation énorme. On ne voit pas bien comment le dinar, dont la circulation aurait été à cette époque manifestement insuffisante pour les transactions sur tout le territoire du royaume, aurait pu supplanter les couronnes sans cette opération de conversion au moyen d'une nouvelle émission.

(1) Ce redressement éphémère est dû en partie aux interventions du Ministère des Finances.

dinars. On semblait oublier que par la simple opération de multiplier par 4 ces deux milliards de dinars, on obtenait, grâce au taux d'échange officiellement proclamé, une circulation non pas de 2, mais de 8 milliards — de couronnes. Mais l'importance en cette matière des facteurs psychologiques, comme la confiance en une monnaie encore saine bien que considérablement dépréciée elle-même est telle que le dinar n'a pas subi, durant un temps assez long, jusqu'au milieu de 1921, sur le marché des changes, une dépréciation en rapport avec l'augmentation très réelle de la quantité de monnaie en circulation, quantité qui passait de deux milliards de dinars au commencement de l'année 1920 (dinars et couronnes pris ensemble d'après le taux 1 : 4) à 3344 millions de dinars à la fin de la même année.

Si nous prenons, pour suivre les fluctuations de la valeur internationale du dinar, les indices du dollar (d'après les cours cotés à New-York et en mettant le pair = 100), nous voyons que depuis l'automne 1920 cet indice se trouve en hausse presque continuelle, mais que cette hausse n'est pas très considérable, le dinar ne subissant qu'une dépréciation relativement peu importante : Cet indice passe de 592 en octobre 1920 à 672 en juin 1921, ne variant par conséquent que dans des limites assez étroites. C'est pourquoi on peut dire, nonobstant la hausse de l'indice du dollar de 80 points, que nous avons pendant cette période de neuf mois, en dépit d'une circulation fiduciaire toujours grandissante, sinon une stabilité relative du change, du moins des oscillations qui ne sont pas très amples en comparaison de celles qui vont secouer le dinar au cours de la période suivante. La baisse du dinar est peu de chose par rapport à celle qu'il allait bientôt subir.

C'est dans la seconde moitié de l'année 1921 que le dinar se déprécie dans des proportions inconnues

jusqu'alors. La baisse de la devise yougoslave, assez lente d'abord, se transforme bientôt, dès le mois de septembre en une chute rapide. Et cette chute semble avoir été provoquée moins par l'action directe des facteurs économiques, que par des facteurs psychologiques, d'ordre politique surtout.

Nous voyons que l'indice du cours moyen du dollar qui était en juillet 1921 à 672, atteint en décembre presque le double en se fixant à 1268, après être monté jusqu'à 1508 en novembre.

Le franc suisse qu'on cotait encore le 22 juin 1921, à Belgrade, 615 dinars, atteint vers la fin de l'année le cours de 1335 dinars, après avoir touché son maximum pour cette année en novembre avec un cours de près de 1500 dinars. C'est donc en quelques mois un fléchissement du change yougoslave tel que la valeur internationale du dinar fut réduite de moitié. Cette chute de l'automne 1921 dépasse toutes celles qui l'ont précédée ou suivie.

Voyons de plus près le mouvement des moyennes mensuelles de l'indice du dollar et la baisse en % de la valeur-or du dinar :

	Le dinar garde en % par rapport à sa parité-or	Indices du dollar
janvier 1921	14.66 %	682
février	14.74 %	679
mars	14.62 %	684
avril	14.63 %	684
mai	15.94 %	627
juin	14.87 %	672
juillet	13.24 %	755
août	12.11 %	826
septembre	10.09 %	991
octobre	7.90 %	1266
novembre	6.64 %	1508
décembre	7.89 %	1268

On voit que la détérioration du change a été aussi

brusque que profonde. Il y avait plusieurs raisons pour qu'il en fût ainsi. D'abord la certitude acquise par les milieux économiques, que la grande sécheresse de cet été 1921 allait se traduire par une mauvaise récolte, ce qui devait influencer défavorablement sur nos exportations et finalement accroître encore davantage le déficit de la balance des comptes. Puis, le poids de l'inflation se faisait lourdement sentir. Cependant ce sont des causes latentes puisque le passif de la balance des comptes ne datait pas d'hier et que les déficits budgétaires n'étaient pas une nouveauté. Il reste d'autres facteurs dont l'action fut plus immédiate.

D'abord l'action du Gouvernement. La politique qu'il a suivie pour la réglementation des opérations de change n'a pas toujours été inspirée des mêmes principes et elle a souvent varié. Nous avons mentionné la création d'un office central de devises, érigé en 1919, et son rôle d'institut centralisateur des moyens de paiement étrangers du fait du monopole que l'Etat avait institué à son profit pour toutes les devises provenant des exportations. En avril 1920 le Gouvernement décréta certaines mesures destinées à limiter le commerce de devises. En septembre 1920 cet Office central cessa de fonctionner et un nouveau règlement vint instaurer un régime moins restrictif. Les exportateurs étaient tenus de vendre à l'Etat 1/3 de certaines devises qu'ils avaient réalisées au moyen de leurs ventes à l'étranger, les deux autres tiers pouvant être vendus aux établissements de crédit autorisés par le Ministère des Finances à se livrer aux opérations de change. L'Etat voulait ainsi se créer un stock de devises qui lui servirait pour ses propres besoins et pour ses interventions sur le marché des changes.

Le régime institué par ledit règlement dura jusqu'au 21 juillet 1921, date à laquelle le commerce

des changes fut rendu complètement libre. Cette liberté de transactions à la Bourse provoqua une demande de moyens de paiement étrangers telle qu'il s'ensuivit la hausse rapide des changes étrangers que nous connaissons. Cette hausse subite des changes, à laquelle pourtant il fallait bien s'attendre, une fois le régime du jeu libre de l'offre et de la demande rétabli, inquiéta vivement les pouvoirs publics, de sorte que bientôt on jugea nécessaire de régler de nouveau le trafic de devises.

Le nouveau règlement du 23 septembre 1921 ne se distingue pas considérablement de celui de l'année 1920. Il instituait de nouveau le contrôle du commerce de change. Mais, pas plus que le régime libéral qui s'était proposé de supprimer toutes les restrictions, il n'empêcha pas la dépréciation de plus en plus rapide de l'unité monétaire.

D'autre part, il ne faut point oublier que les complications de la politique extérieure de l'automne 1921, mettant en cause la situation internationale de la Yougoslavie, ont exercé indubitablement une action néfaste sur la valeur du dinar. La tension à la frontière de l'Albanie de septembre 1921, où eurent lieu des rencontres de troupes, avait provoqué une mobilisation partielle des forces armées. De même, la tentative de restauration des Habsbourg en Hongrie, en octobre de cette même année, avait fait craindre un conflit armé entre ce pays et les états de la Petite-Entente. Toutes ces complications politiques devaient naturellement avoir des répercussions fâcheuses sur la tenue de la devise yougoslave et ont certainement beaucoup contribué à la chute du dinar que nous connaissons.

En 1922 le dinar présente de très fortes variations dans les deux sens : les mouvements de baisse alternent avec les mouvements de hausse. Ces variations sont le résultat, constate le compte-rendu an-

nuel du Conseil d'administration de la Banque Nationale, de la situation politique, de l'intervention de l'Etat à la Bourse et de la réglementation du commerce de devises.

Voyons tout d'abord quels furent les mouvements du change. De même que pour les années précédentes nous prendrons encore les moyennes mensuelles :

	Le dinar vaut en % de sa parité-or	Indices du dollar
janvier 1922	7.20 %	1390
février	6.76 %	1479
mars	6.65 %	1503
avril	6.92 %	1446
mai	7.52 %	1330
juin	7.16 %	1397
juillet	6.32 %	1583
août	6.23 %	1607
septembre	6.56 %	1526
octobre	8.37 %	1195
novembre	8.33 %	1200
décembre	6.41 %	1561

Nous voyons que dès le commencement de l'année 1922 la baisse du dinar recommence. Le Gouvernement, inquiet du sort de la devise nationale, chercha de nouveau le moyen de remédier au fléchissement du change, mais cette fois encore eut recours aux palliatifs.

On procéda à un changement du règlement sur le trafic des devises de septembre 1921, en essayant cette fois d'agir sur la demande des moyens de paiements étrangers. On décréta que tous les importateurs de marchandises étrangères devaient se procurer une autorisation des comités spéciaux institués auprès de la Banque d'émission pour pouvoir acquérir du change, ce qui, pratiquement, revenait à prohiber toute importation jugée superflue. On croyait arriver de cette façon à une diminution de la de-

mande de devises et, partant, à une amélioration du change. De plus, la Banque d'émission fut seule chargée du commerce des devises, car on était d'avis que la dépréciation du dinar était provoquée par la spéculation des banques sur le marché des changes. On s'obstinait à ne pas voir les véritables sources du mal (1). Plus tard, cependant, la Banque Nationale partagea ce monopole du commerce de devises avec quelques établissements de crédit privés auxquels on accorda le privilège d'acheter et de vendre du change.

En outre l'Etat procéda à des interventions répétées à la Bourse. Si nous voyons les changes étrangers en baisse, en avril 1922, ce n'est que grâce à la vente de 10 millions de couronnes-or, que l'Etat venait de recevoir du fonds de liquidation de l'ancienne Banque d'émission d'Autriche-Hongrie. Mais cette réserve épuisée, nous assistons à une reprise du mouvement ascendant. Par conséquent, l'effet de cette vente fut nul. Les changes étrangers dépassent bientôt le niveau atteint auparavant.

En été 1922 l'Etat réussit à conclure un grand emprunt à l'étranger, aux Etats-Unis, pour les grands travaux publics, la construction de la ligne de chemins de fer Belgrade-Côte adriatique notamment. Malheureusement, ce grand emprunt de 100 millions de dollars ne put être réalisé en entier et l'Etat ne put toucher que 1/5 de cette somme, ces 20 millions

(1) « La forte baisse du dinar et les variations grandes et répétées de sa valeur sur le marché des changes ont provoqué, comme il est tout naturel, la spéculation de bourse qui s'est manifestée comme une conséquence inévitable de ces changements de valeur. Au lieu de rechercher les causes de ces mouvements et de tâcher de les supprimer, nous nous sommes contentés de constater le rapport causal entre la chute du dinar et la spéculation de bourse. Confondant ainsi les causes et les effets, nous avons laissé les causes poursuivre leur action en toute tranquillité, en dirigeant toute notre activité à réprimer la spéculation de bourse, ce qui revient à dire, à supprimer les effets qui ne font qu'accompagner le phénomène principal. Comme il était à prévoir, le résultat de cette action a été nul. » M. Todorović « Le problème du change et sa solution », dans *l'Ekonomet*, année IV, N° 1.

de dollars représentant la première tranche d'émission de cet emprunt.

L'Etat se trouvait ainsi disposer d'un stock de devises fort important. Ses interventions à la Bourse par l'intermédiaire de la Banque Nationale reprirent de nouveau. Elles avaient pour but non seulement d'enrayer la baisse de la devise nationale, mais aussi de réaliser une sensible amélioration du change. Cependant, le succès de l'entreprise fut des plus douteux. Le relèvement du cours du dinar fut, en effet, très éphémère, le mouvement de baisse rapide reprenant de plus belle.

L'emploi de ces dollars au redressement du change a été vivement critiqué. En effet, il était puéril de croire à la réalisation, par cette intervention passagère d'un relèvement durable du change national. On doit convenir que cet essai infructueux d'amener une amélioration du dinar fut bien malheureux, pour ne pas en dire davantage. Il n'est pas étonnant que le dinar, relevé par cette intervention à un niveau auquel il ne pouvait se maintenir, se soit de nouveau affaissé. Quand la réserve des dollars fut épuisée — la vente de dollars a duré du commencement de septembre au milieu de décembre — le dinar s'effondra et atteignit cette fois son niveau le plus bas en janvier 1923.

Le franc suisse qui cotait encore le 22 novembre 1922 à la Bourse de Belgrade un cours de 1150 dinars, était coté le 23 janvier 1923 2298 dinars, une hausse de 100 % en deux mois ! L'indice du cours moyen du dollar qui était en octobre à 1195 monte en janvier à 2017.

Laissant de côté pour l'instant l'effet désastreux de ces mouvements violents du change sur l'activité économique du pays, constatons que cette façon d'agir présentait un très grand inconvénient pour l'Etat. Grâce à ces interventions en vue du relèvement

du change, le Trésor réalisait ainsi une somme de dinars bien inférieure à celle qu'il aurait été légitime de recevoir comme contre-valeur des dollars vendus à la Bourse. D'autre part, tous ceux qui ont eu le privilège d'acquérir ces dollars au cours trop bas qu'avait fixé le Ministère des Finances, réalisaient par cette opération des bénéfices aussi élevés qu'injustes.

Il aurait été, à notre sens, beaucoup plus raisonnable de ne point procéder à un relèvement du cours du dinar, auquel les moyens financiers dont on disposait et les circonstances économiques existantes ne se prêtaient pas, mais d'essayer déjà à ce moment de réaliser une stabilisation du change à un niveau jugé convenable suivant la situation économique et financière du pays. On aurait mis ainsi le dinar à l'abri des variations ultérieures qui vinrent engendrer, après une crise aiguë des changes, une crise de revalorisation assez sérieuse, qui pesa lourdement sur l'économie générale du pays et mit des entraves à son développement régulier.

Cependant, en 1922, on était loin encore de vouloir la stabilisation du dinar à un niveau qu'on jugeait trop bas, parce que la dévaluation eût été considérée alors comme excessive et injustifiée. Et pourtant il faudra bien admettre un jour cette idée que le dinar ne reviendra pas au pair et que sa dépréciation n'était ni passagère ni insignifiante. Cette vérité s'imposera lentement et au prix de lourds sacrifices. Ce n'est qu'assez tard qu'on se résignera à stabiliser, avec regrets et dans l'espoir que l'amélioration pourra continuer un jour. La nécessité inéluctable de la dévaluation définitive se frayera ensuite le chemin.

SECTION III.

**Les mouvements des prix en période de dépréciation
du change.**

Il est malheureusement impossible de se faire une idée exacte de ce qu'ont été les mouvements des prix pendant les années 1919-22. Nous avons dit que les indices mensuels des prix de gros manquent totalement. Les données en chiffres absolus qu'on possède ne paraissent pas très sûres. Par conséquent les évaluations des niveaux successifs des prix de gros en cette période, exprimées en moyennes annuelles, ne peuvent avoir qu'une valeur très approximative.

C'est ainsi que suivant certaines estimations le niveau des prix de gros en 1919 et en 1920 a dû être sensiblement plus élevé que ne l'aurait exigé la parité avec les prix-or à l'étranger. Ceci n'aurait rien d'étonnant, car il faut songer que le pays était à cette époque très épuisé, de sorte que la demande de toutes sortes de marchandises a dû être très grande. C'était véritablement une course aux marchandises qu'on a appelé, d'après l'expression allemande très caractéristique « la faim des marchandises » (*Warenhunger*). On n'a pas exagéré en disant qu'à ce moment-là toute marchandise se vendait d'elle-même. La demande surpassait l'offre et les prix étaient en hausse constante. Cette ascension des prix trouvait un milieu favorable grâce aux émissions massives des billets.

Cependant, quand on songe à la misère générale de toutes les classes de la population au lendemain de la guerre, on est un peu surpris de cette demande accrue de marchandises et l'on se demande si les facultés réelles d'acquisition de la population ont pu soutenir cette course aux marchandises. Mais il ne faut pas perdre de vue l'effet bien connu de l'inflation sur le revenu des particuliers. Grâce aux émissions succes-

sives des billets l'activité générale s'accroît et les revenus en monnaie augmentent si bien qu'on est plus disposé à se porter acquéreur de différentes marchandises, bien qu'au fond il ne s'agisse que des augmentations du revenu nominal. Mais tout le monde n'en a pas moins l'impression d'être plus riche, ce qui augmente le pouvoir d'achat total du public sur le marché des marchandises et fait hausser les prix.

Voici quelques chiffres qui font ressortir le mouvement des prix de gros. Nous empruntons ces données à l'étude de M. Bogdan Marković, ancien ministre des Finances, *Les Finances publiques et la réforme monétaire*, Belgrade 1926, p. 167.

Année (Exercice budgétaire)	Pourcentage approximatif des prix de gros par rapport à l'année 1913/14.	Indices du cours du dollar
1913/14	100	100
1919/20	523	250
1920/21	976	505
1922/23	1415	1422

Suivant le professeur Marinović (*Contribution à l'étude de l'exportation et de l'importation des produits forestiers du Royaume SHS pour la période de 1919 à 1924*, Belgrade 1926), les indices seraient :

Année	Indices des prix de gros (1913 = 100)
1919	250
1920	525
1921	826
1922	1420

Citons enfin le professeur de l'Université de Ljubljana M. Bilimović qui s'exprime ainsi en parlant du mouvement des prix yougoslaves : (1)

« Pour les premières années de l'existence du Royaume des Serbes, Croates et Slovènes nous ne disposons que des données incomplètes en ce qui

(1) Bilimović. *Jugoslavien*, Breslau 1927, p. 160.

concerne la formation des prix, et les données des bulletins de bourse pour ces années ne sont pas encore élaborées. Pour le commencement de 1919 Jovan Djonović calcule le renchérissement moyen des marchandises par rapport à l'année 1914 à 580 %... Ce chiffre est manifestement trop haut, mais, étant donné qu'à cette époque le dinar gardait encore 50 % de sa parité, ceci signifiait que toute augmentation des prix dépassant le double était un renchérissement des marchandises en prix-or. Si un tel renchérissement est réel il en faut chercher les causes du côté des marchandises, et les considérer comme les conséquences de la guerre. A partir de 1919 ces causes perdent peu à peu en importance et le renchérissement s'explique désormais par des raisons monétaires. Pour la période 1919 à 1922 on manque de données quelque peu sûres au sujet des prix. Il existe bien un indice, qui est calculé pour 14 marchandises (celui qu'a publié l'Almanach du Commerce). D'après cet indice les prix en dinars-papier montent mais plus lentement que ne fléchit le cours du dinar. C'est pourquoi les prix calculés en or baissent. Pour la même période il existe toutefois un deuxième indice, suivant lequel les prix montent parallèlement au fléchissement du cours du dinar. Par conséquent, si on les calcule en or, ils restent de 1919 à 1922 à peu près au niveau d'avant guerre. Cependant les prix des marchandises en 1922 sont d'après les deux sources 14 fois plus hauts que les prix d'avant guerre; le dollar se maintenait, également en cette année, 14 fois au dessus de sa parité, il faut en conclure que les prix de marchandises en or étaient revenus au niveau d'avant guerre ».

M. Bilimovic donne ensuite le tableau suivant :

	1913	1919	1920	1921	1922
Indices du dollar	100	250	505	814	1422
Indice total des prix	100	523	976	875	1415

Indices des prix-

or 100 209 193 107 1/2 99 1/2

Citant ensuite les chiffres donnés par M. Marinović que nous reproduisons ci-dessus, le professeur Bili-mović ajoute : « Comme on le voit, les prix en or, suivant certaines données, s'étaient élevés en 1919 du simple au double par rapport aux prix d'avant guerre et puis fléchissent peu à peu pour s'abaisser derechef à 100. Suivant d'autres données les prix-or se sont maintenus pendant toute cette période jusqu'en 1922 aux environs de 100 ».

Quoi qu'il en soit, les données dont nous disposons ne nous autorisent pas à nous former une opinion nette et précise sur les mouvements des prix de gros dans cette période. Nous ne pouvons constater qu'un certain parallélisme vague entre les variations des prix et celles du change et nous sommes portés à supposer que les prix et le change obéissent peut-être aux mouvements de la circulation, dont la masse fait hausser en même temps les prix et les changes étrangers. Et cependant nous croyons pouvoir dire que l'influence du change sur les prix, que nous allons constater dans la période suivante 1923-25, commence déjà en 1922 à se manifester. Bien que nous n'ayons pas un indice des prix de gros dont les mouvements seraient représentatifs des variations du pouvoir d'achat de la monnaie, on peut néanmoins avancer sans beaucoup de crainte, que déjà en 1922 les fluctuations du change deviennent le facteur primordial déterminant les mouvements des prix, du moins des prix d'articles qui entrent dans le commerce international, articles importés et ceux des produits domestiques que l'on exporte à l'étranger. Ensuite l'ascension gagne en ampleur, la généralisation de la hausse du niveau des prix trouvant dans l'augmentation des émissions un milieu favorable (1).

(1) Subercaseaux, op. cit., p. 225

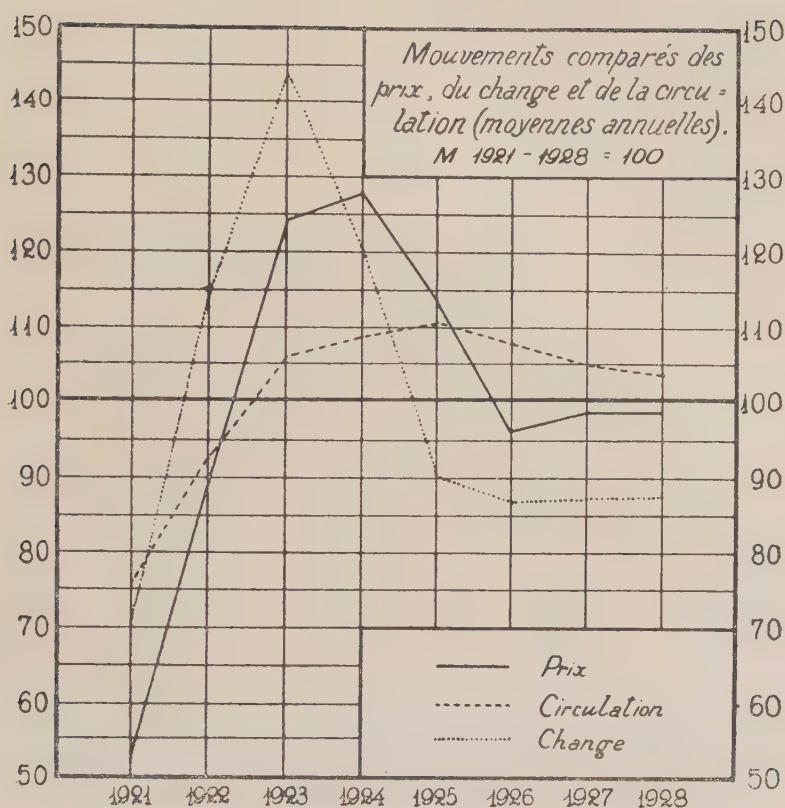
Nous avons pris, à titre d'essai, les prix de plusieurs produits nationaux qu'on trouve dans l'Almanach du Commerce pour l'année 1923. Ce sont les prix de certains produits agricoles, cotés à la Bourse de Commerce de Novi Sad au courant de l'année 1922. En prenant pour base les prix de l'année 1913 donnés dans ce même Almanach, nous obtenons une série d'indices dont la courbe suit d'assez près celle des indices combinés du change et des prix-or extérieurs. Nous croyons cependant peu utile de reproduire ici ces indices, encore moins le graphique en question.

Nous croyons faire mieux en donnant à cette place le graphique qui fait ressortir les mouvements comparés des prix, de la circulation et du change, en moyennes annuelles, pour la période 1921-1928. Les mouvements se trouvent représentés par les pourcentages d'indices annuels par rapport à la moyenne de la série 1921-28.

Voici d'abord les chiffres.

	Prix (M=1587=100)	Circulation (M=5295=100)	Change (M=1258=100)
1921	52.0	75.5	70.5
1922	89.5	92.4	114.1
1923	124.1	105.7	143.7
1924	127.9	108.5	120.5
1925	113.7	110.5	90.1
1926	96.2	107.5	86.9
1927	98.4	105.0	87.1
1928	98.5	103.0	87.1

GRAPHIQUE I.



Le graphique montre clairement que dans toute la période considérée il y a parallélisme beaucoup plus marqué entre la courbe des prix et la courbe du change, qu'entre la courbe des prix et celle de la circulation, ce qui nous porte à croire que durant toute cette période l'influence du change sur les prix a été prépondérante (1). Cette action du change sera beaucoup plus aisée à saisir au cours de la période de la

(1) Notons l'antériorité du mouvement du change dont le maximum est en 1923. Les prix suivent et atteignent le maximum en 1924 tandis que la circulation n'est à son point culminant qu'en 1925.

révalorisation du dinar. Les mouvements mensuels des indices des prix feront beaucoup mieux ressortir dans les années 1923-24-25 la toute-puissance du change. Mais nous réservons cette question pour le chapitre suivant.

Avant de clore cette section disons quelques mots sur les mouvements des prix de détail et les variations du coût de la vie.

La rapide ascension que nous avons constaté pour les prix de gros d'une année à l'autre s'est manifestée également dans le commerce de détail.

Ici encore nous ne disposons que des moyennes annuelles. Mettons ces indices des prix de détail en regard des indices du dollar.

Année	Indices des prix de détail		Indices du dollar
	(en dinars-papier)	(en dinars-or)	
1913	100	100	100
1919	523	209	250
1920	976	193	505
1921	875	107	814
1922	1415	100	1422

Nous voyons qu'en 1919 les prix de détail sont à un niveau qui dépasse de 100 % le niveau moyen atteint par le cours du dollar en cette année, comparativement à l'année 1913, ce qui signifie que les prix yougoslaves étaient au-dessus de la parité mondiale. En 1920 l'indice des prix de détail monte à 976, alors que l'indice du dollar note 505.

Notons, à titre de comparaison, que, par exemple en France, au mois de juillet 1920, tandis que l'indice du dollar est à 237, l'indice des prix de détail marque 388. Par conséquent tandis que l'indice des prix de détail exprimés en or n'est pour la France, en 1920, que 164, il est pour la Yougoslavie à 193. Il est vrai que dans un cas nous prenons l'indice mensuel, tandis que nous avons dans l'autre une moyenne annuelle, ce qui peut facilement fausser toute com-

paraison (1). Notons encore qu'aux Etats-Unis l'indice des prix de détail est pour le même mois de la même année fixée à 145.

A s'en tenir à la moyenne annuelle, on pourrait supposer que le niveau des prix de détail en Yougoslavie en 1919 et 1920 a dû être sensiblement au-dessus de la parité mondiale. Mais ce n'est qu'une supposition.

Cependant, en 1921 et 1922, l'indice des prix de détail évalué en or se trouve au-dessous de la parité mondiale; il se trouve à 107 en 1921 et à 100 en 1922.

C'est qu'en 1921 et 1922 la dépréciation du change a déjà fait, pour des raisons que nous connaissons, des progrès gigantesques, tandis que la dépréciation du dinar à l'intérieur reste bien en retard, la quantité de monnaie en circulation agissant sur le change bien avant d'avoir fait sentir tout son poids sur les prix de détail; il est à croire par conséquent que le niveau des prix de détail en Yougoslavie s'est abaissé en 1921 et 1922 bien au-dessous de la parité mondiale.

Les indices du coût de la vie représentés toujours par des moyennes annuelles, montrent un mouvement analogue à celui des indices des prix de détail :

Année	Indices du coût de la vie		En Suisse
	(en dinars-papier)	(en dinars-or)	Indices du coût de la vie (annuels)
1913	100	100	100
1919	553	221	222
1920	1172	232	224
1921	1036	127	200
1922	1409	105	164

Nous avons ajouté au tableau, à titre de comparaison, les indices du coût de la vie en Suisse.

On voit que, en 1919 et 1920, le niveau moyen du

(1) V. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 224. Les interprétations erronées de la statistique des prix.

côût de la vie en or est sensiblement égal, comparativement à celui de 1913, en Yougoslavie et en Suisse. Mais déjà en 1921 il y a une forte baisse de l'indice yougoslave qui dépasse de beaucoup la baisse de l'indice suisse. Cette disparité se trouve également très accentuée en 1922.

La dépréciation intérieure de la monnaie ne suit pas sa dépréciation extérieure, le dinar gardant un pouvoir d'achat bien supérieur dans le pays, en dépit de la baisse de sa valeur internationale, diminuée dans une proportion beaucoup plus grande.

Assurément, et on ne saurait trop y insister, tous ces chiffres que nous donnons pour la Yougoslavie, ne représentent que des évaluations grossières. Néanmoins, ils paraissent embrasser assez bien la réalité.

Il faut cependant souligner qu'il semble fort peu probable que les indices des prix de détail et du coût de la vie éprouvent un recul en 1921 par rapport à l'année précédente, le niveau des prix de détail manifestant une « tendance à la stabilité » ou encore « la force conservatrice de persistance » même dans le cas d'une baisse des changes étrangers, ce qui n'a pas lieu en 1921, où l'on vit au contraire la plus grande chute du dinar.

SECTION IV.

Le commerce extérieur.

Les statistiques du commerce extérieur yougoslave pour les années 1919-1920 sont à peu près inutilisables. Le service douanier ne put pendant longtemps être organisé d'une manière satisfaisante. Les frontières politiques mêmes ne furent définitivement fixées qu'assez tard. Il n'est donc pas étonnant que les statistiques du commerce extérieur dressées dans ces circonstances soient jugées presque unanimement comme tout à fait incertaines. Il était en effet, pen-

dant longtemps, impossible de contrôler tout le trafic qui s'effectuait sur les frontières. Le professeur Bajkić, dont l'opinion en ces matières fait autorité, va jusqu'à prétendre que 80 % du trafic traversant la frontière échappait à la vigilance des agents de la douane et par conséquent constituait de la contrebande. Il affirme qu'en 1919 toute l'Autriche et la Hongrie ont été alimentées par la contrebande des denrées alimentaires provenant de notre pays. Et ces exportations clandestines se sont poursuivies pendant longtemps malgré les interventions répétées des autorités, impuissantes à faire exécuter leurs ordres.

D'autre part, les importations yougoslaves provenant de ces deux pays, à change beaucoup plus déprécié que ne le fut jamais le dinar yougoslave, ont dû être très intenses, la baisse rapide et profonde du change en Autriche et Hongrie, et aussi en Allemagne, constituant une prime pour leurs exportations même en Yougoslavie, dont la devise était alors beaucoup moins dépréciée.

Essayons pourtant de nous faire une idée au moins approximative sur le commerce extérieur de cette époque.

Deux facteurs ont joué le rôle prépondérant dans le développement du commerce d'importation :

1° le besoin pressant de réparer les ruines que la guerre avait laissées et de reconstituer l'outillage économique du pays;

2° la demande « affamée » de toute sorte de marchandises de consommation directe dont le pays était depuis longtemps privé.

L'inflation, augmentant les revenus en monnaie d'un grand nombre de consommateurs, servait d'aiguillon au commerce d'importation, auquel étaient ouvertes, en dépit de certaines restrictions, les plus larges possibilités, d'autant plus que les exportateurs

étrangers favorisaient cette expansion de leur commerce par les octrois de crédits très considérables, notamment après la grande crise de 1920, afin d'écouler plus facilement leurs stocks de marchandises.

Pendant les années 1919, 1920 et 1921 le commerce d'importation a été extrêmement florissant. Mais, à mesure que l'inflation ralentissait sa marche et quand, d'autre part, à la suite des émissions massives précédentes et des déficits énormes de la balance des comptes, les changes étrangers commencèrent leur ascension vertigineuse, contribuant, par la hausse des prix, à réduire le pouvoir d'achat de la population, le commerce d'importation commença à subir un ralentissement. Si nous nous fions aux chiffres des statistiques du commerce extérieur, nous voyons que la valeur des importations baisse de 746 millions de dinars-or en 1920 à 538 millions de dinars-or en 1921, puis à 452 millions de dinars-or en 1922. Il est évident que la course aux marchandises avait atteint son point de saturation et que la situation économique tendait à se normaliser. Cependant, dans l'espoir que la demande de marchandises allait demeurer au même niveau et suivre la même allure qu'auparavant l'on avait constitué des stocks fort importants, en payant souvent des prix très élevés, tels qu'ils étaient dans les pays exportateurs avant la grande chute des prix de 1920. Après avoir importé les marchandises étrangères, que l'on s'engageait à payer, en monnaie étrangère bien entendu, dans trois ou six mois, suivant le cas, on commettait l'imprudence de ne pas compter avec les fluctuations du change. On vendait ces marchandises, naturellement, en dinars qui se dépréciaient de plus en plus, fondant pour ainsi dire entre les mains de leurs détenteurs, sans avoir songé à prendre la précaution nécessaire pour se couvrir du risque du change par une opération à terme. Le moment venu

de payer les traites aux exportateurs étrangers, le commerçant-importateur se voyait dans l'impossibilité de se procurer, avec la quantité de dinars qu'il avait en caisse, la somme nécessaire de francs, livres ou liras qu'il se trouvait devoir à son créiteur étranger. D'une manière générale, on ne savait pas profiter des possibilités que donnaient les opérations du change à terme pour se prémunir contre les variations ultérieures possibles de la devise nationale en achetant du change à terme (1). Rien d'étonnant alors à constater des pertes là où l'on croyait avoir fait une très bonne affaire. Tout ceci contribua à placer les importateurs dans une posture difficile.

En outre, lorsque survenait un mouvement de hausse des changes étrangers quelque peu brusque, ces débiteurs, craignant une hausse encore plus accusée, contribuaient naturellement, par leurs achats précipités du change, à accentuer encore la hausse.

Le commerce d'importation devenait ainsi à cause des fluctuations incessantes du change, hasardeux et plein de dangers, si bien qu'on commença dès alors à parler d'une crise. Il y eut donc assez vite des gens pour lesquels la prospérité artificielle provoquée par l'inflation, touchait déjà à sa fin en apportant des revers qu'ils ressentaient cruellement.

Quant au commerce d'exportation son sort avait été extrêmement curieux. La production nationale était entravée et déficitaire à maints égards, les rendements des récoltes variant énormément d'année en année ne permettaient pas un essor vigoureux du commerce d'exportation. De plus, la désorganisation des moyens de communications rendait très difficiles les exportations de nos produits, presque tous volumineux. L'Etat, au lieu de chercher à encourager les expor-

(1) V. Keynes, *La réforme monétaire*, p. 137 et les s. — Subercaseaux, *Le papier monnaie*, p. 200-201, ainsi que le rapport de M. Weitz dans *La politique financière et monétaire de la France* (Semaine de la monnaie).

tations par des mesures appropriées, comme on aurait pu s'y attendre, se livra à des expériences déplorables surtout en 1919 et 1920, en apportant des restrictions au commerce d'exportation. Par une politique peu habile, le gouvernement s'efforçait, en décrétant des droits de sortie qui venaient frapper surtout les produits agricoles, les denrées alimentaires, de diminuer la cherté de la vie dans le pays.

En 1921, la récolte déficitaire provoqua une hausse des prix des produits agricoles telle que la parité mondiale fut vite dépassée et que les exportations devinrent impossibles. Après la grande baisse du dinar en automne de cette année, les exportations reprirent de nouveau, celles des produits agricoles aussi bien que celles du bois et des produits forestiers qui sont avec les premiers nos principaux articles d'exportation.

En 1922 les expériences malencontreuses furent reprises avec la réglementation des exportations. Craignant la disette, le gouvernement autorisait l'importation libre de toutes les denrées alimentaires et autres produits agricoles et haussait en même temps les droits de douane pour les mêmes produits nationaux destinés à l'exportation, droits qui allèrent jusqu'à prohiber toute exportation de certains produits.

Cependant, on peut dire qu'en règle générale, pendant toute cette période 1919-1922, la baisse du change national exerça un effet très favorable sur nos exportations, en amenant une disparité des prix plus ou moins considérable.

On peut conclure de tout ce qui précède, que la balance commerciale de la Yougoslavie a dû être, pendant ces années, fortement déficitaire. On ne doit pas, cependant, se fier complètement aux chiffres donnés par les statistiques du commerce extérieur. Si toutes les importations n'ont pu être valablement enregistrées au cours de l'année 1919 et plus tard, il est per-

mis de supposer, d'autre part, que des erreurs systématiques sont contenues dans les données qui se rapportent aux exportations de cette période. De plus, les livraisons en nature, au titre des réparations, venant de l'Allemagne, sont contenues, on ne sait pas au juste dans quelle mesure, dans les importations ordinaires, bien que ces livraisons, évidemment, ne donnent pas lieu à des règlements internationaux. D'autre part, le monopole du commerce des moyens de paiement étrangers qui dura jusqu'en septembre 1920, et par la suite, de nouvelles réglementations astreignant les exportateurs à céder à l'Etat un tiers des devises dont ils s'étaient rendus possesseurs de par leurs ventes à l'étranger, devaient nécessairement amener ces derniers à déclarer une valeur moindre des produits qu'ils exportaient, afin d'échapper, au moins en partie, à l'obligation de vendre à l'Etat du change à un cours que celui-ci fixait à son gré. Par conséquent, on a bien raison de supposer que, malgré le contrôle que pouvaient exercer à cet égard les agents de la douane, et en dépit de rectifications de valeurs pratiquées par l'office statistique du commerce extérieur, de cette façon de procéder devaient résulter des erreurs systématiques aboutissant en fin de compte à des sous-évaluations notables de valeur des produits exportés pour lesquels existait cette obligation « d'assurer le change » et partant à une diminution de la valeur totale des exportations.

Avec cette réserve et celle d'ordre général que nous avons formulée au début de ce paragraphe, nous donnons ici les chiffres des importations et des exportations, en dinars-papier et en dinars-or, en indiquant en même temps les quantités importées ou exportées.

IMPORTATIONS.

	Quantité en millions de tonnes	en millions de dinars-papier	Valeur en millions de dinars-or
1919	155	2982	712
1920	440	3466	747
1921	734	4122	538
1922	1232	6442	452

EXPORTATIONS.

	Quantité Quantité en millions de tonnes	en millions de dinars-papier	Valeur en millions de dinars-or
1919	283	687	164
1920	915	1321	285
1921	1584	2461	321
1922	2214	3691	259

Par conséquent, le déficit de la balance commerciale s'élevait :

	millions de dinars-papier	millions de dinars-or	Exportations en % des importations
en 1919	2295	548	23 %
1920	2145	462	38 %
1921	1661	217	60 %
1922	2751	193	57 %

Les déficits énormes dans la balance commerciale que rien ne pouvait contrebalancer dans la balance des comptes (1), les déficits budgétaires, énormes eux aussi, qui obligeaient les ministres des finances à faire appel, faute de mieux, aux avances de la Banque d'émission, ce qui ouvrait la porte à l'inflation, voilà deux puissants facteurs de la dépréciation du dinar.

D'autres facteurs, d'ordre psychologique ajoutent

(1) Nous ne parlons ici que de la balance commerciale parce qu'il n'est pas aisé de savoir ce qu'a été notre balance des comptes à cette époque. La première étude portant sur la balance des paiements, celle de MM. Tošić, Vegner, Rudčenko et Strevacev se rapporte à l'année 1926. Il est certain qu'il y a eu de grands changements dans la structure de la balance des comptes de la Yougoslavie entre 1919 (ou même 1922) et 1926.

leur action néfaste : incertitudes de la politique intérieure et extérieure, changements fréquents de ministères ayant pour conséquence le manque de principes de politique économique et financière bien arrêtés; manque de continuité dans la voie à suivre en matière monétaire, confiance ébranlée dans le dinar dont le sort devenait de plus en plus incertain, appréhensions provoquées par des récoltes déficitaires, etc. (1).

Une politique régulatrice du change persistait à méconnaître les lois économiques les plus élémentaires, augmentant par des interventions malencontreuses l'instabilité du change, s'attaquant toujours à la spéculation (qui a certainement pu jouer un rôle, mais dont l'action n'a pu qu'accentuer les mouvements qui résultaient de causes bien plus profondes et qui commençaient à se dessiner), s'obstinant à relever le dinar par des mesures artificielles ou mal appropriées. Tout ceci eut pour résultat inévitable la détérioration progressive du change.

SECTION V.

Le marché financier et le marché monétaire.

Le mal profond et chronique dont souffre l'économie yougoslave est le manque de capitaux pour les placements à long terme. Quant on parle des grandes richesses de la Yougoslavie, on pense avant tout aux ressources immenses qu'offrent son sol et son sous-sol. Mais, pour que ses ressources naturelles puissent être mises en valeur et transformées en richesses économiques, il faut nécessairement disposer de capitaux énormes dont le pays manque presque totalement.

(1) Sur l'action soudainement prépondérante d'un des facteurs du change, voir Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 340-341.

La Yougoslavie est un pays essentiellement agricole. S'il est vrai que l'industrie y a réalisé, ces dernières années d'après guerre surtout, des progrès remarquables, prenant une place de plus en plus importante dans la production nationale, c'est que l'industrie a réussi à se procurer, dans une certaine mesure, les capitaux indispensables à une activité industrielle accrue. Néanmoins, il reste que l'agriculture est la branche de production la plus importante. Près de la moitié du revenu national en Yougoslavie provient de l'agriculture, l'élevage y compris (1). Il en résulte que la prospérité de l'agriculture constitue la condition essentielle de la prospérité générale de la nation.

La crise agricole mondiale de ces dernières années a frappé l'agriculture yougoslave, bien primitive encore en abaissant sa productivité à tel point que souvent la production agricole coûte plus qu'elle ne rapporte (2). Le pouvoir d'achat des masses paysannes s'en est trouvé très réduit. Dans ces conditions il est clair que la formation de capitaux en Yougoslavie ne peut être que très lente. L'épargne nationale vient se concentrer dans les divers établissements de crédit du pays, sous forme de dépôts, pour alimenter le marché monétaire, tandis que pour les placements à longue échéance les capitaux sont excessivement rares. Cette pénurie des capitaux fait que la Yougoslavie se voit dans l'obligation de regarder vers le dehors, pour essayer d'attirer les capitaux étrangers en leur offrant des emplois rémunérateurs et sûrs (3). Ce sont ceux qui devraient contribuer à

(1) V. l'étude fouillée de MM. Djuričić, Tošić, Vegner Rudčenko, Djordjević *Notre économie nationale et le revenu national*, Sarajevo 1927.

(2) V. les données publiées récemment dans *Privredni pregled* par le professeur Plavšić (le numéro du 16 février 1930).

(3) V. l'article très intéressant de M. Belin sur « Les problèmes des capitaux étrangers dans notre économie nationale » (*Ekonomist*, année IV., N° 7-8).

féconder les richesses naturelles du pays et donner de nouvelles impulsions à l'activité productrice de l'économie yougoslave, afin que le labour national, doté de l'outillage indispensable, puisse relever la productivité générale et accroître le revenu de la nation.

C'est pourquoi il nous semble que, s'il est permis de parler d'un marché monétaire yougoslave (encore que celui-ci soit grandement influencé par l'étranger) il serait pour le moins quelque peu exagéré d'affirmer que la Yougoslavie possède déjà un large marché financier doté d'une organisation solide. Celui-ci n'en est en effet qu'à ses débuts. Les valeurs d'Etat ayant un marché dans le pays sont peu nombreuses et les transactions auxquelles elles donnent lieu sont d'un volume relativement peu important, l'Etat ne pouvant trouver à emprunter des sommes importantes qu'à l'étranger. C'est l'industrie nationale en particulier qui souffre le plus de ce manque de capitaux d'investissement, le marché des valeurs industrielles n'étant pas suffisamment large. Nos banques, qui sont pour la plupart du type continental mixte, ont des attaches très intimes avec les entreprises industrielles importantes, mais leurs ressources ne sont pas aussi grandes qu'il serait désirable pour leur permettre de doter les entreprises industrielles des capitaux d'investissement qui leur font actuellement défaut. Si la Yougoslavie ne veut pas rester réduite à ses propres possibilités, elle est bien contrainte de solliciter des capitaux étrangers. Et dès à présent, nous constatons que le capital étranger est très fortement intéressé dans beaucoup d'entreprises yougoslaves, ce qui, malheureusement, entraîne trop souvent la main-mise complète de l'étranger sur ces entreprises.

Après avoir donné cette caractéristique générale du marché des capitaux en Yougoslavie, nous ne nous

occuperons ici que du marché monétaire, dans le but surtout de donner une idée sommaire sur la politique de crédit poursuivie par la Banque Nationale d'émission, à laquelle on a fait bien des griefs à cet égard. On lui a surtout reproché de pratiquer un taux d'escompte rigide fixé depuis des années à 6 %, alors que le taux privé variait dans des limites très grandes et dépassait 2, 3 ou même 5 fois le taux officiel, ce qui naturellement ne lui permet point d'exercer une influence décisive sur le marché monétaire, bien qu'elle dût ambitionner avant tout de maîtriser et contrôler le marché du crédit.

Nous venons de dire que la politique de crédit de l'Institut d'émission yougoslave a été souvent attaquée. En dehors de la fixité de son taux d'escompte, on a blâmé à maintes reprises son système de l'octroi des crédits par contingents. M. Belin en particulier a critiqué avec une inlassable persévérance cette politique de contingents de crédits fixés d'avance, sans égards aux véritables besoins des transactions (1). Le taux d'escompte officiel fixé invariablement à 6 % pendant des années, alors que le taux privé se trouvait à 12 ou 15 % et même au-dessus, ne pouvait s'imposer au marché précisément à cause du système de contingents, système qui consiste à ne laisser escompter ou réescompter d'effets que jusqu'à concurrence des sommes fixées d'avance pour toute personne ou établissement de crédit qui se trouvent bénéficiers du crédit de la Banque Nationale. Et seules ces personnes ou banques auxquelles on a préalablement fixé la marge de crédit qu'elles peuvent utiliser, peuvent présenter des effets à escompter. Ces

(1) *Ekonomist*, année VI, N° 2 (La politique de crédit de la Banque Nationale), année VII, N°5 (Les théories de crédit de la Banque Nationale) et autres articles. — Cette politique a été partiellement abandonnée en 1930. En cette occasion le taux d'escompte a été abaissé à 5 %. L'effet de ces mesures ne peut guère changer la situation antérieure. V. *Narodno blagostanje* du 19 avril 1930.

crédits sont renouvelables, ce qui signifie que ce ne sont pas tout à fait des crédits à court terme, remboursables à l'échéance. De cette façon, le portefeuille d'escompte ne présente pas une liquidité parfaite. Le taux privé se mouvant bien au-dessus du taux de la Banque d'émission, il est évident que ce taux officiel est en réalité un taux de faveur et qu'il constitue une rente injustifiée pour tous ceux qui jouissent d'un crédit auprès de l'institut d'émission. De plus dans le portefeuille de la Banque on ne trouve pas que du papier ayant déjà circulé ou provenant de transactions réellement effectuées. Tous les effets escomptés ou réescomptés n'ont pas été créés par des opérations commerciales pour les besoins des échanges. Trop souvent ces effets ne représentent en réalité qu'une garantie supplémentaire pour les crédits accordés en comptes-courants.

Les crédits alloués par la Banque d'émission ne représentant qu'une partie sinon infime du moins peu importante de la totalité des ressources dont dispose le marché monétaire du pays, il est clair que la marge énorme entre le taux officiel et le taux privé doit subsister tant que la pénurie des capitaux se fera sentir, tant que la demande d'argent dépassera de beaucoup les disponibilités du marché. En dehors de l'afflux des capitaux étrangers, seul l'accroissement de l'épargne fera fléchir le taux de l'intérêt, puisqu'il aura pour effet d'augmenter les capitaux qui s'offrent sur le marché pour les placements à court terme. Certainement, le loyer des capitaux ne peut être abaissé par cette politique du taux d'escompte officiel fixé trop bas, puisque tous les besoins de crédits ne peuvent être satisfaits à ce taux. Le système actuel est manifestement défectueux puisqu'il s'est avéré inefficace à normaliser la situation du marché monétaire et améliorer les conditions générales du crédit.

La Banque Nationale, si elle veut pratiquer une politique de crédit active, devrait adapter son taux d'escompte aux conditions du marché monétaire, afin de prendre un contact réel avec les affaires, en faisant varier son taux suivant la marche des affaires sinon pour contrôler le volume des crédits et ajuster le total des disponibilités monétaires aux véritables besoins du commerce, du moins pour donner plus de souplesse au mécanisme du crédit. Nous ne disons pas qu'elle doive « diriger » la monnaie pour réaliser la stabilisation des prix, parce que c'est chose impossible que les prix restent « figés » (1). Nous voulons dire simplement qu'elle devrait travailler activement à l'abaissement et au nivellement du taux d'escompte par une meilleure utilisation des ressources monétaires existantes, en assurant peu à peu le rôle de la banque des banques. Son activité devrait être en harmonie parfaite avec le rythme économique général en ne s'effectuant que « dans le sens même du courant économique », sans prétendre imposer à l'activité générale du pays une marche arbitraire. Mais la Banque ne pourra assumer ce rôle qu'après la stabilisation légale du dinar qui doit signifier l'assainissement définitif de l'institut d'émission.

Passons rapidement en revue l'évolution du marché monétaire yougoslave dans les premières années d'après guerre.

Tant que durait l'inflation, aussi bien constituée par les avances de la Banque d'émission à l'Etat, qu'effectuée pour le compte de la Banque Nationale elle-même par la voie de l'escompte et des avances sur titres, les besoins du crédit des milieux producteurs et du commerce pouvaient être assez facilement satisfaits. L'aisance monétaire, entretenue par de nouvelles disponibilités créées par l'inflation permettait de répondre à toutes les demandes de crédit. Cette

(1) V. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 76-121.

aisance persista au cours des années 1919, 1920, 1921 et en partie aussi en 1922, quoique déjà en 1922 un resserrement se produisit si bien qu'on commença alors à se plaindre des difficultés dans l'approvisionnement des crédits. Déjà le mot de crise monétaire était sur les lèvres, bien que la véritable crise de crédit ne dût éclater que plus tard, en 1923-24. En cette période de 1919 à 1922 le taux d'escompte fut relativement peu élevé, surtout si l'on songe à la dépréciation du dinar. Ce taux variait alors de 7 à 12 %. Comme les profits réalisés en cette période d'inflation et de dépréciation de l'unité monétaire étaient extrêmement élevés, ce taux ne faisait pas obstacle à l'activité productrice.

Nous venons de dire un mot de la pénurie persistante des capitaux pour les placements à long terme (1). Pour remédier à cette pénurie, et comme les besoins d'investissement étaient très grands, on ne craignit pas, du moins tant que dura l'inflation, de faire appel au marché monétaire abondamment pourvu de disponibilités liquides. Fascinés par les apparences de richesse qu'entretenait l'inflation les entrepreneurs se plaisaient à croire que le pays disposait de capitaux suffisants pour la réalisation des projets les plus hardis. On voyait grand. On voulait rattraper tout le temps perdu. C'est ainsi qu'on procéda pendant longtemps aux immobilisations excessives de capitaux qui, cependant, n'étaient pas destinés à être investis de la sorte, mais qui devaient rester sur le marché monétaire pour satisfaire aux besoins de crédits à court terme (2). On obéissait

(1) Voir l'article du professeur Bajkić *Nature et causes de notre crise économique actuelle* dans l'*Ekonomist*, année IV, N° 3, et l'article déjà cité de M. Belin (*Ekonomist*, année IV, N° 7-8).

(2) On a été à peu près d'accord à constater que ces immobilisations excessives de ressources liquides ont amené d'abord un resserrement puis une tension grave sur le marché monétaire, tension qui prit les proportions d'une crise monétaire aiguë. Voir parmi les nombreux travaux, les études de MM. Todorović, Bajkić, Protić, publiées dans l'*Ekonomist* en 1924 et 1925.

ainsi à deux tendances toutes deux louables, certes, mais dépassant de beaucoup nos forces réelles et nos moyens effectifs :

a) on voulait d'abord effectuer la *nationalisation* des entreprises industrielles créées par le capital étranger ou du moins ex-ennemi, austro-hongrois le plus souvent, tendance forte surtout en 1919 et 1920;

b) on désirait ensuite réaliser ce qu'on a appelé d'un mot suffisamment expressif, l'*industrialisation* du pays : élargissement et modernisation (la rationalisation n'était pas encore à la mode) des entreprises existantes, création de nouvelles entreprises dans les branches les plus diverses, le tout dans le but fort louable de relever la production industrielle nationale à un niveau tel qu'elle puisse dominer le marché intérieur. Ce processus d'industrialisation rapide du pays avait l'approbation de l'opinion publique et du Gouvernement. Et pourtant dans bien des cas il flattait peut-être davantage l'orgueil national des milieux économiques (pour ne pas parler de leurs intérêts) qu'il ne correspondait aux besoins réels et aux intérêts bien compris de la nation, pour laquelle le vrai succès n'existe que si les résultats obtenus ont un caractère durable.

En dehors de l'activité industrielle, proprement dite, il faut peut-être mentionner à part ce fait que l'industrie du bâtiment eut alors son époque de floraison. Cependant, son activité eut pour résultat d'accentuer le processus d'immobilisations excessives de capitaux disponibles par des investissements trop poussés, ce qui, plus tard, devait nécessairement aboutir à une crise, adoucie, il est vrai, par les crédits considérables que la Banque Hypothécaire d'Etat put distribuer grâce aux capitaux étrangers qu'elle s'était procurés par plusieurs émissions d'obligations à l'extérieur.

Cet état de choses ne présentait pas d'inconvénients.

sérieux tant que les disponibilités monétaires et les ressources du crédit allaient croissant, grâce à l'inflation prolongée, ressources qui augmentaient plus rapidement que ne s'élevaient les prix. Mais, dès que le change national présenta une forte baisse, comme par exemple en automne 1921, les prix montent beaucoup et une tension de crédit se produit que n'arrive pas à écarter la Banque d'émission, procédant à un accroissement de la circulation par la voie de l'escompte. C'est que les mouvements du change s'amplifient et ont finalement pour effet de réduire considérablement la valeur-or du stock monétaire et aussi des disponibilités totales du marché par rapport au niveau des prix en hausse (1).

Disons à cette place que l'année 1922 marque une période de transition dans l'évolution du marché monétaire yougoslave. L'abondance monétaire occasionnée par l'inflation tend à disparaître en faisant place à une tension de plus en plus grande qui se transforme en une véritable crise de crédit. Dès 1922 les appels à la Banque d'émission se multiplient. On l'incite de toute part à se montrer plus libérale dans sa politique de crédit. Celle-ci cependant invoque la convention ayant force de loi, qui fixe son contingent de billets en circulation. On sait que la Loi prévoit que la Banque peut émettre trois fois autant de billets qu'elle possède d'or dans son encaisse ou encore de devises étrangères. Les crédits que l'institut d'émission avait déjà mis à la disposition des milieux économiques n'étaient cependant pas insignifiants. Dès qu'elle l'a pu, la Banque a commencé à élargir son portefeuille d'effets de commerce escomptés. Elle ne pouvait tarder, bien entendu, à procéder à l'émission des billets pour son propre compte, pour cette raison

(1) Pour garder l'unité de l'exposé, nous parlerons de ce phénomène dans la section V du chapitre suivant où nous reprendrons ce sujet en traitant de l'action du change sur le volume réel des ressources liquides du marché.

très simple que cette émission est la principale source de profit de l'institut d'émission. Nous savons déjà qu'elle avait consenti au cours de l'année 1922 des crédits très considérables. L'escompte et les avances sur titres qui en 1921 étaient en moyenne de 337 millions s'élèvent en 1922, au chiffre moyen, de 1078 millions de dinars. Il est vrai que tous les besoins de crédits, que la dépréciation de la monnaie faisait augmenter, ne pouvaient être satisfaits par la Banque d'émission seule. A cet égard rappelons qu'au commencement de l'année 1922 le portefeuille de l'escompte ne montrait qu'une somme de 546 millions, alors qu'au 31 décembre de la même année il se chiffrait à 1521 millions de dinars, ce qui ne représente pas cependant le maximum de l'année, maximum qui fut atteint, en octobre, grâce aux octrois de crédits saisonniers, avec 1581 millions. De même les avances sur titres ne sont qu'à 40 millions au début de l'année, tandis que, elles aussi, accusent à la fin de l'année un accroissement sinon aussi énorme, du moins assez respectable, dépassant le double du chiffre antérieur, avec 100 millions de dinars. On ne peut, par conséquent, dire, que la Banque se soit soustraite aux demandes de crédits cette année-là. Sa politique a été, par contre, plus que libérale.

Nous savons que c'est de cette façon que s'est produite « l'inflation pour le compte de la Banque elle-même », faisant suite à l'inflation causée par les avances consenties à l'Etat.

Il importe cependant de souligner que les deux inflations, n'ayant pas la même source, ne sauraient produire les mêmes effets. Notons tout d'abord que l'inflation au moyen de crédits accordés au milieu des affaires a été rendue inévitable par l'évolution antérieure. La première forme de l'inflation, constituée par des émissions de billets par lesquels l'Etat couvrirait les déficits budgétaires, mériterait seule le nom

d'inflation, parce qu'elle seule crée directement du revenu nominal. La seconde, bien que constituée par des émissions massives de billets, n'est pas directement une inflation des revenus. En accordant des crédits aux particuliers, crédits remboursables, la Banque n'entendait pas créer du revenu nominal, mais faciliter les échanges. Ses émissions étaient présumées correspondre aux nécessités des transactions (1). Cependant les émissions nouvelles augmentaient indirectement les disponibilités totales de nombre de personnes intéressées à la production et produisaient un effet similaire. L'inflation première forme avait créé une prospérité artificielle et sans lendemain, au-dessus des disponibilités réelles. L'inflation seconde forme, sans peut-être empirer directement l'état de choses existant, contribuait néanmoins à le maintenir pendant un certain temps, ajournant ainsi les liquidations inévitables. A ce point de vue il faut bien insister sur ce fait que les transactions n'avaient plus ce support solide que constitue le pouvoir d'achat réel de la population, fondé sur du revenu réel, l'équilibre entre les marchandises d'une part et les moyens de paiements d'autre part ayant été rompu par les émissions excessives de l'inflation précédente qui créait bien du revenu nominal.

Pour permettre à cette soi-disant prospérité de subsister il eût fallu jeter sur le marché des quantités de plus en plus grandes de billets, glissant ainsi toujours davantage sur la pente, qui, si douce soit-elle, mène cependant vers l'abîme.

La Banque refusa de s'y engager et elle eut pleinement raison (2). Car, après tout, il faut bien s'arrêter quelque part un jour, si l'on ne veut pas risquer

(1) Rappelons encore que, à proprement parler, la Banque Nationale ne fait pas escompter ou réescompter les effets de commerce. Elle accorde des crédits, couverts par des traites, dans des limites fixées d'avance (contingents de crédits).

(2) Voir l'article de M. Protić sur la politique de crédit dans *Ekonomist* année IV., N° 7-8.

de miner complètement l'organisme économique. Plus on ajourne cette nécessité fatale, plus on s'expose à des difficultés de tout ordre en compromettant l'assainissement ultérieur. C'est une folie que de vouloir perpétuer un état manifestement malsain. Toutefois, le passage inévitable ne doit pas être trop brusque. Mais on ne voit pas que la Banque Nationale ait brusqué les choses. Elle a plutôt tâché d'adoucir dans la mesure du possible ce passage douloureux sans pourtant risquer de compromettre l'assainissement ultérieur, désirable à tout point de vue. Ce n'est qu'un peu plus tard que la Banque Nationale procédera à des restrictions de crédits, restrictions qui constituent des essais timides de politique de déflations.

Que serait-il arrivé, à la vérité, si la Banque Nationale s'était montrée beaucoup plus complaisante et avait pratiqué une politique par trop libérale en accordant autant de crédits qu'on en exigeait d'elle ? N'était-il pas déraisonnable de penser que les ressources du crédit seul pouvaient suppléer d'une manière durable au manque de capitaux effectifs ? Aussi bien fut-ce une erreur de croire, qu'on pourrait apporter un remède à cette crise monétaire par de nouvelles émissions de papier-monnaie. Cet abus prolongé du crédit aurait produit, à n'en pas douter, des conséquences désastreuses dans un pays appauvri par la guerre. L'instabilité monétaire aurait paralysé les efforts destinés à asseoir l'économie générale sur des bases solides et aurait eu pour effet de compromettre la grande œuvre de reconstruction.

Cependant la consolidation générale de l'économie au moyen de l'assainissement monétaire définitif qu'on était en droit d'espérer fut ajournée. L'expérience malheureuse de l'automne 1922, où l'on essaya, par la vente des dollars de l'emprunt américain, de relever le dinar à un niveau qui s'avéra par la

suite résolument trop haut et qui ne put être maintenu, amena de nouvelles complications (1). Le dinar eut à subir un nouveau choc qui le fit baisser à un niveau qu'il n'avait pas connu auparavant et toute l'économie en ressentit le contrecoup. Le dinar se releva bientôt mais ce redressement prolongé fut la source de nouvelles difficultés, plus grandes peut-être que celles qu'avait amenées l'inflation, difficultés causées par les mouvements du change, qui se revalorisaient graduellement en obéissant aux impulsions d'ordre économique et financier, et aussi pour des raisons psychologiques.

Le développement des dépôts dans les établissements de crédit privés est en connexion étroite avec l'évolution générale du marché monétaire. Durant l'inflation ces dépôts augmentent dans des proportions imposantes. Bien que l'inflation ne soit guère favorable à l'esprit d'épargne, la prospérité des affaires fait que l'argent afflue dans les banques et entretient l'aisance monétaire. Quand l'inflation cesse, le resserrement général fait que les dépôts restent stationnaires ou du moins n'augmentent que dans des proportions très réduites.

Voici les chiffres qui montrent l'accroissement des dépôts de 1920 à 1923 (en millions de dinars) :

1920	1032.4
1921	2762.5
1922	3545.5
1923	3581.5

On trouve la même évolution en considérant le développement du portefeuille des effets escomptés par les établissements de crédit privés (en millions de dinars) :

(1) C'est pourtant à ce même niveau qu'on stabilisa le change en 1925, mais au prix de quels sacrifices. Le nouvel équilibre de l'économie ne fut réalisé qu'à la suite d'une grave crise de revalorisation.

1920	392.5
1921	1139.7
1922	1809.7
1923	1936.8

Une constatation s'impose. En 1922, par rapport à l'année précédente, les ressources monétaires totales mises à la disposition des milieux économiques restent stationnaires (dépôts) ou n'augmentent que dans des proportions peu considérables (circulation et comptes-virements) alors même que le niveau des prix monte énormément à la suite de la dépréciation extérieure de l'unité monétaire. Il en résulte une crise monétaire très grave. Elle surgit déjà en 1922, mais s'affirme et persiste à l'état très aigu en 1923 et 1924. Nous en traiterons en détail dans la section V du chapitre suivant.

CHAPITRE III.

LE REDRESSEMENT DU DINAR

SECTION PREMIÈRE.

La politique du redressement du dinar.

Nous avons dit que le dinar touchait à son niveau le plus bas en janvier 1923. Nous avons exposé les raisons de cette chute profonde (v. section II du chapitre II). Au mois de décembre 1922, après l'effondrement du cours du dinar, il y eut un changement de ministère et le nouveau Ministre des Finances fit clairement savoir qu'il n'entendait pas suivre la politique monétaire et cambiste de son prédécesseur (1).

(1) La politique du nouveau ministre a été souvent attaquée. On lui a notamment reproché son manque de continuité, les changements fréquents de ses conceptions. Il reste cependant acquis que son passage au Ministère des Finances marque une étape décisive vers l'assainissement de notre monnaie.

En 1920 il écrivait « La première tâche de notre politique du change doit être non pas une tendance aux parités et aux valeurs d'avant-guerre, mais la stabilisation des cours à un niveau qui corresponde à notre situation économique, financière et politique. » Ceci ne l'empêche pas d'ambitionner plus tard le redressement du change auquel la situation générale de l'économie ne se prêtait pas. Enfin, de revalorisateur il devient stabilisateur.

Dans l'étude sur le change qu'il publia en 1920 il soumet à une critique sévère la politique suivie en matière de change. Il combat la réglementation à outrance du commerce de devises et se déclare partisan d'une politique très libérale. Le Gouvernement devrait renoncer aux interventions mal conçues, qui faussent la situation véritable, en apportant un soulagement momentané sans remédier d'une façon durable à la baisse du change national. L'auteur y expose également ses vues sur la politique financière à suivre, si bien qu'on peut considérer cette étude sinon comme son credo, du moins comme un programme qu'il tâchera de réaliser plus tard, quand il sera en possession du portefeuille des finances.

Voir les appréciations de sa politique dans « Bankarstvo », numéros de septembre et octobre 1925.

Après la grande chute de décembre 1922-janvier 1923 le dinar ne tarda pas à se relever. La crise des changes était surmontée, la confiance renaissait, les mesures financières que le Gouvernement avait prises ou se proposait de prendre ayant trouvé un écho favorable à la Bourse. Plus tard, une récolte abondante et l'accroissement des exportations firent prévoir le prompt rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. La balance commerciale ne tarda pas à se transformer en balance active, laissant des excédents appréciables. Il se créa peu à peu une atmosphère favorable au dinar qui fit affluer les capitaux étrangers. Il n'est pas étonnant donc que la hausse du dinar gagnât du terrain. Cette hausse, alternant avec quelques mouvements de reprise dans le sens inverse, allait se prolonger jusqu'en été 1925.

La période du relèvement du dinar dura ainsi deux ans et demi. Pendant 30 mois l'économie yougoslave fut secouée par cette nouvelle forme d'instabilité monétaire, instabilité voulue et délibérément favorisée par les milieux économiques et les pouvoirs publics, tandis que celle de la période précédente fut une nécessité inéluctable, sinon tout à fait, du moins en grande partie. Bien que nous ayons nous-mêmes divisé cette étude en deux périodes ainsi délimitées : 1) dépréciation du dinar, 2) redressement du dinar, nous aimerions mieux voir notre histoire monétaire récente divisée en deux époques : 1° période d'instabilité monétaire, englobant aussi bien la baisse que la hausse du change national; 2° période de la stabilisation monétaire, commençant là où les divagations du change prennent définitivement fin. Car enfin, hausse ou baisse du change, les effets de l'instabilité monétaire ne sauraient être bien différents au fond pour l'organisme économique auquel toutes deux portent également préjudice. Et cependant

on a parlé chez nous de la « stabilisation de la hausse du dinar » (1).

Nous ne saurions insister suffisamment sur l'erreur grave commise par une trop forte revalorisation du dinar. En dehors du Ministre des Finances qui fut le protagoniste reconnu et admiré de cette politique du redressement du change, redressement qui a été la source de tant de mal, il faut souligner que les dirigeants de la Banque Nationale étaient tout aussi imbus de cette politique revalorisatrice, qui fut ainsi poursuivie d'un commun accord par la Banque d'émission et le Ministère des Finances. Le professeur Todorović, écrit : « On demandait de tous côtés que le gouvernement travaillât énergiquement à l'amélioration du dinar, considérée comme le seul remède aussi bien pour le progrès de l'économie nationale que pour l'assainissement des finances publiques » (2).

Beaucoup de personnalités du milieu des affaires se trouvaient parmi les partisans du relèvement du change, estimant que sa dépréciation était injustifiée. Ils avaient naturellement beaucoup souffert de l'instabilité monétaire durant la baisse du dinar. On aurait pu penser les compter au nombre des partisans de la stabilisation. Or, on ne voulait pas se rendre à l'idée que le mal provenait non pas de la *baisse* du dinar seule, mais qu'il consistait précisément dans l'*instabilité* de la valeur de la monnaie, instabilité qui peut se manifester aussi bien par la baisse que par la hausse de valeur de l'unité monétaire. Nous

(1) V. le compte-rendu de la Banque Nationale pour l'année 1924. M. Hantos emploie cette même expression qui serait curieuse si elle n'était absurde, en disant que « le Royaume des Serbes, Croates et Slovènes représente le pays unique où la *hausse du change* était *stabilisée* ». — Hantos, *La monnaie, ses systèmes et ses phénomènes en Europe centrale*, Paris 1927, p. 190.

(2) *Ekonomist*, année VI, N° 1. « Appréhension devant l'amélioration du dinar.

ne voulons pas prétendre, bien entendu, que les effets de ces mouvements de baisse ou de hausse soient les mêmes ou même similaires. Ce que nous voulons dire, c'est que l'effet final de ces fluctuations du change pour l'économie nationale est toujours défavorable.

Et cependant, peut-être par un besoin instinctif de symétrie, on s'abandonnait à la vague croyance que si la baisse du dinar avait amené des difficultés pour l'activité productrice, une hausse du dinar devrait avoir pour résultat de les faire disparaître. Les méfaits de l'inflation devaient être guéris par une politique de déflation (1).

Même des économistes très en vue se faisaient les défenseurs de l'opinion selon laquelle le dinar *doit* nécessairement se relever de plus en plus, puisque il ne fait qu'obéir à des conjonctures économiques, toutes très favorables à sa hausse. Le rôle de la Banque Nationale et du Gouvernement devrait être tout simplement de contrôler ce mouvement de redressement et, le cas échéant, de l'encourager. Ceux même qui, en théorie, étaient d'accord avec Cassel sur cette idée que le niveau du change est déterminé par le niveau des prix intérieurs, ou plus exactement par la parité des pouvoirs d'achat, arrivaient tout de même à cette conclusion que le dinar ne devait pas être stabilisé par une dévaluation, mais qu'il devait poursuivre sa revalorisation. Leur argument princi-

(1) La Banque Nationale cherchera en conséquence à comprimer le volume des crédits en opérant des restrictions ressenties douloureusement par les intéressés. Nous voyons son portefeuille d'escompte en diminution. Tandis que la moyenne annuelle est à 1500 millions de dinars en 1923, il s'abaisse à 1448 millions en 1924 et à 1246 millions en 1925. La circulation totale cependant ne fut point réduite. Elle est en augmentation sensible en 1923 et aussi en 1924 et 1925. C'est donc violenter les faits que de parler d'une déflation yougoslave. La diminution du portefeuille d'escompte traduit bien l'intention de la Banque Nationale de comprimer le volume des crédits consentis, mais ceci n'empêcha pas la sortie de nouveaux billets par d'autres voies, ce qui compensa et au delà l'effet des restrictions opérées.

pal était celui de la très grande richesse du pays. On oublie trop facilement ce qu'il faut mettre en œuvre pour transformer ces *ressources naturelles* effectivement très grandes en *richesse économique*. Du reste, même s'il était possible de libérer ces ressources par quelque force magique, le raisonnement ne paraîtrait pas moins singulier. S'il en était ainsi, la prospérité actuelle de la France devrait avoir pour résultat des bonds journaliers du franc; le dollar devrait être en hausse continuelle, vu la très grande richesse des Etats-Unis.

Toujours est-il que pendant un certain temps, voyant le dinar se relever de sa chute, l'on se réjouissait de façon presque unanime de cette tournure heureuse, et personne n'y voyait d'inconvénients (1). « L'amélioration du dinar », écrit le professeur Todorović, « était l'idéal général... Le cours du dinar était une sorte de baromètre, d'après lequel on se faisait une opinion sur les capacités de nos ministres des finances ». Plus tard cependant il y eut des hésitations. On ne parla plus de redressement hâtif, mais on préconisa le relèvement par paliers. Le retour au pair semblait toujours possible et souhaitable, mais on devait y parvenir par étapes, en stabilisant le change d'une manière plus ou moins durable, selon les circonstances, à des niveaux de plus

(1) Il était naturellement dans l'intérêt des détenteurs de dinars ou des créanciers en dinars, dont nombre de banques étrangères, de voir hausser la valeur internationale du dinar, puisque cette hausse leur faisait réaliser des bénéfices immédiats. Par contre, il est plus difficile de saisir les raisons pour lesquelles les milieux producteurs voyaient d'un bon œil la revalorisation. Il est, en effet, bien curieux de constater que nombre de ceux dont les intérêts allaient être directement lésés par cette hausse de la devise nationale, applaudissaient chaudement à chaque nouvelle poussée du dinar. Ils y voyaient d'une part une question du prestige national (argument d'ordre sentimental, certes, mais qui a pu jouer), d'autre part, ils avaient un espoir vague qu'ils auraient à profiter eux aussi de ce redressement de la monnaie. Illusion peu durable et que les événements se chargèrent de dissiper en déterminant une baisse des prix, qui d'abord lente, ne tarda pas à se transformer en une chute considérable.

en plus hauts, de sorte qu'un jour il atteindrait de lui-même à la parité. Rares étaient ceux qui dès le commencement restaient sceptiques devant ces mouvements de hausse du change national, redoutant les effets d'une trop grande revalorisation du dinar, tout comme ils avaient su voir les conséquences de sa dépréciation. Ce qu'ils redoutaient avant tout, c'étaient avant tout les variations de la valeur de la monnaie, se rendant bien compte quels méfaits peut produire l'instabilité du change pour l'économie prise comme un tout. Et ils étaient partisans de la stabilisation proche du dinar à un niveau jugé convenable en tenant compte de tous les facteurs devant entrer en considération.

Il y avait en somme trois thèses en présence :

1° les uns voulaient voir le dinar continuer sa marche ascensionnelle qui l'amènerait dans un avenir plus ou moins éloigné à la parité-or d'avant guerre. On n'était pas d'accord toutefois quant à la rapidité avec laquelle il fut désirable que le dinar se réappréciât. Devait-on procéder immédiatement à une déflation courageuse ou simplement encourager par d'autres moyens la hausse survenue ? De plus, pour ceux-là le redressement monétaire était autant qu'un problème économique une question de prestige national. On voulait non pas une *monnaie stable*, mais une *monnaie forte*. Un pays aussi grand et aussi riche que le nôtre, ne doit pas avoir une monnaie si avilie. On ne voulait pas stabiliser en acceptant une aussi grande partie de la dépréciation. Le moins qu'on puisse dire de cet espoir de voir le dinar remonter au pair est qu'il était chimérique. Le représentant typique de cette conception est le Dr Vlada Marković, directeur de banque, qui exposa ses vues sur le problème du change dans une série d'articles publiés dans le « Trgovinski Glasnik » en 1925 qui furent réunis plus tard en une étude sur la politique de déflation.

2° d'autres voulaient eux-aussi voir le dinar atteindre un jour à la parité-or d'avant guerre. Mais ils croyaient que le mouvement de hausse devrait être dirigé de telle façon qu'aux périodes de hausse du change devaient succéder des périodes plus ou moins longues où le change devrait rester stable, pour permettre aux autres facteurs économiques et financiers de s'accommoder à la nouvelle valeur de la monnaie. Ils ne craignaient pas que ce retour progressif au pair pût perpétuer ce « malaise de réadaptation » de l'économie à la valeur de plus en plus grande de l'unité monétaire. Les partisans de cette opinion furent les plus nombreux. Les milieux officiels, y compris le Ministre des Finances et beaucoup d'hommes d'affaires inclinaient à cette conception. La Banque Nationale qui encourageait délibérément la hausse du change national en donnant un large appui à l'action du Gouvernement peut être également considérée comme favorable à cette politique de révalorisation avec des étapes de stabilité. Les revues et les journaux se faisaient les échos de ces conceptions. Plus tard, par une évolution des esprits qui, fort heureusement, gagna rapidement du terrain, on ne parla plus des étapes de la stabilisation, mais de la stabilisation tout court, reconnaissant le caractère définitif de la dévaluation pratiquement déjà réalisée.

3° enfin, il y avait des stabilisateurs convaincus, qui, sans s'attarder outre mesure sur les modalités financières et techniques de l'opération de la stabilisation du change, sachant apprécier les bienfaits de la stabilité monétaire, réclamaient qu'on arrêât le mouvement de revalorisation et préconisaient que le change fût stabilisé le plus tôt possible. Comme représentant de cette thèse nommons avant tout M. le Dr Ivo Belin, qui exposa ses vues dans une belle étude sur *Les problèmes de notre change*, parue dès 1924, et qui défendit la thèse de la stabilisation avec autant

de chaleur que de discernement, dans de nombreux articles de revues et de journaux. La continuité de ses vues en cette matière mérite d'être soulignée, d'autant plus que les événements lui ont pleinement donné raison.

Pendant que les opinions divergentes se confrontaient, le dinar poursuivait sa marche ascendante, regagnant le terrain qu'il avait perdu auparavant. Tandis que ce mouvement de hausse fut accompagné de fluctuations très amples des cours en 1923 et dans la première moitié de 1924, le mouvement de baisse réussissant souvent à prévaloir sur le marché des changes, il y eut à partir de l'été 1924, un mouvement de hausse plus net et surtout plus rapide. De juillet 1924 à janvier 1925 l'indice du dollar tomba de 1631 à 1180. C'est surtout cette hausse rapide du change national, survenue à la suite du redressement antérieur plus modéré, que l'on doit désapprouver, puisque ce relèvement du cours du dinar aggrava singulièrement la crise de revalorisation qu'on ressentait déjà cruellement.

SECTION II

Action prédominante du change sur les prix.

N'ayant pas à notre disposition les indices mensuels des mouvements des prix de gros pendant les années 1922 et 1923, nous ne pouvons pas affirmer, chiffres en mains, que le change ait exercé à cette époque une action quelconque sur le niveau des prix. Ce serait avancer des affirmations gratuites. Nous avons mentionné cependant qu'en 1922 les mouvements des prix de quelques articles agricoles, pour lesquels on possède des prix mensuels, suivent d'assez près les variations du change. En continuant la

série de ces indices pour l'année 1923 l'on constate que les mouvements des deux courbes, celle du change et celle de ces prix sont orientés dans la même direction; toutefois la coïncidence est moins nette en 1923. Mais le retard des prix en ce qui concerne la baisse paraît plus marqué. La baisse des changes étrangers n'est pas suivie immédiatement d'un fléchissement de ces prix, ceux-ci opposant une certaine résistance au mouvement de baisse. Cependant, comme ce sont des articles très sujets à des variations qui ne sont point d'ordre monétaire, nous n'insistons pas là dessus.

A partir de janvier 1923 le dinar se revalorise et nous voyons le change exercer une action puissante sur le niveau des prix, sans qu'on puisse aucunement expliquer les variations des prix par des mouvements concordants de la circulation. Il y a au contraire une discordance nette et l'absence totale de parallélisme entre les mouvements des prix et les fluctuations de la circulation. Il s'agit ici d'une baisse du cours du dollar, sans déflation quelconque, durant laquelle les prix se sont réglés sur le change qui s'améliorait malgré un accroissement de la circulation (1). S'il n'est pas permis de se livrer à des affirmations absolues sur les mouvements comparés du change, des prix et de la circulation en Yougoslavie, il n'est peut-être pas sans intérêt de souligner quelques faits intéressants en analysant et interprétant *l'allure* des courbes de ces trois phénomènes, telles qu'on les voit sur le graphique II (hors texte). Sans vouloir entrer dans les détails, bornons-nous ici à en donner une idée générale, telle qu'elle se dégage de l'examen un peu attentif du graphique. Nous répétons encore une fois que les mouvements des courbes ne peuvent être comparés que *grosso modo*.

Le graphique contient quatre courbes :

(1) V. Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 88.

1) Courbe de la circulation fiduciaire (indices d'après les chiffres afférents à la circulation de la fin du mois);

2) Courbe du change (d'après les indices du dollar — moyennes mensuelles);

3) Courbe des prix de gros (pour les années 1921 et 1922 on n'indique que les niveaux moyens annuels des prix; pour 1923 on ne trouvera que les indices de janvier, juin et décembre, pour 1924 et après — des indices mensuels); voici les indices rectifiés pour les années 1923 à 1926 :

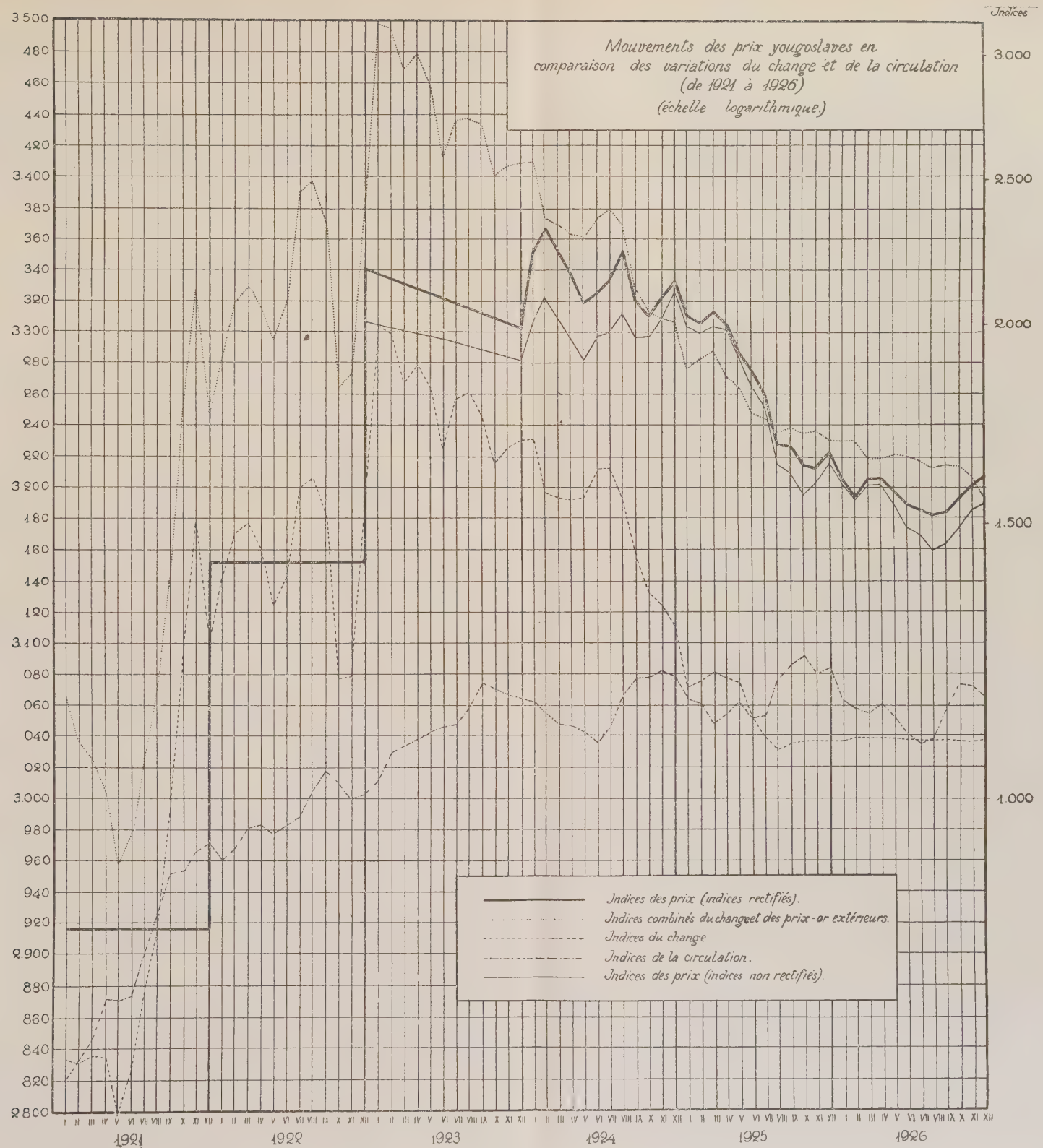
Mois	Années			
	1923	1924	1925	1926
Janvier	2192	2254	2043	1608
Février		2327	2021	1560
Mars		2247	2051	1603
Avril		2174	2013	1605
Mai		2086	1935	1578
Juin	2102	2116	1881	1545
Juillet		2157	1816	1534
Août		2249	1691	1522
Septembre		2094	1688	1529
Octobre		2043	1640	1561
Novembre		2100	1634	1589
Décembre	2008	2148	1673	1612

4) Courbe des indices combinés du change et des prix-or extérieurs, appelée courbe des indices « théoriques » des prix ou encore courbe renversée du pouvoir d'achat extérieur de la monnaie (indices du change multipliés par les indices des prix de gros publiés par le « Labor statistics » des Etats-Unis et divisés par 100) (1).

De plus, pour éviter de donner à croire que nous n'avons procédé à l'élimination du groupe partiel « fruits » et au calcul nouveau de l'indice total que

(1) V. Aftalion, Prix, monnaie et change, p. 43.

GRAPHIQUE II.



pour servir les besoins de la cause, nous donnons également sur le graphique (pour les années 1923-26) la courbe des prix telle qu'elle s'établit au moyen de l'indice global de tous les groupes.

Nous avons dit que pendant les années 1919 et 1920 (qu'on ne trouvera pas sur le graphique, faute de données sûres) le niveau des prix a dû être au-dessus de la parité mondiale, la dépréciation intérieure de la monnaie ayant précédé sa dépréciation extérieure. Le dinar se trouvait encore côté relativement assez haut sur le marché des changes, en dépit de baisses successives de son cours, alors que son pouvoir d'achat dans les pays avait considérablement diminué.

Par contre, le graphique montre qu'en 1921, 1922, 1923 et même pendant la plus grande partie de 1924, le niveau des prix yougoslaves est bien au-dessous de ce qu'aurait exigé la parité mondiale, représentée par la courbe des indices combinés du change et des prix-or extérieurs. L'ascension des prix intérieurs n'avait pu arriver à suivre la dépréciation accélérée du dinar qui avait une valeur beaucoup moindre sur le marché des changes qu'à l'intérieur où il gardait un pouvoir d'achat supérieur à sa valeur internationale. L'inflation avait pu agir sur le change bien plus vite que sur les prix. Le change de son côté, subissant l'action de la circulation, réagissait sur les prix. Les augmentations de la circulation se répercutent rapidement sur le change à cause de la très grande sensibilité de celui-ci. La circulation, sans être le facteur unique de la dépréciation du dinar, contribue grandement à détériorer le change. On peut dire que des trois phénomènes, circulation, change, prix, c'est le premier qui est le phénomène moteur jusqu'en 1922. Son action est double : elle agit sans doute directement sur les prix, non certes de façon mécanique, par son volume seul, comme le

veut la théorie quantitative de la monnaie, mais à travers les revenus qu'elle accroît, comme l'enseigne la théorie du revenu en matière monétaire; d'autre part c'est à travers le change qu'elle agit sur les prix, c'est le change qui donne une nouvelle impulsion au mouvement de hausse (1).

Mais, il faut bien le reconnaître, tout ce qui a trait aux années antérieures à 1923, ne peut être analysé correctement. Ce que nous disons constitue peut-être plus une conjecture qu'une démonstration irrécusable, nous le reconnaissons volontiers nous-mêmes, l'analyse statistique étant rendue impossible par le manque d'indices mensuels des prix.

Il nous semble cependant que les grandes lignes des mouvements sont les suivantes :

L'action du change sur les prix n'a pas été la même avant 1922 et de la fin de cette année jusqu'à la stabilisation de fait du dinar en 1925. Voici pourquoi.

a) Pendant la première période, si les prix sont en hausse, c'est parce que l'accroissement de la circulation est accompagné de l'augmentation du revenu nominal. Le change n'est alors que le facteur adjuvant qui accentue la hausse des prix. Il ne puise pas encore sa force en lui-même, bien que son influence ait été sans doute décisive pour les prix dépendant des marchés extérieurs (articles importés et produits d'exportation).

b) Pendant la seconde période, allant de la fin de 1922 à la stabilisation de fait de 1925, le rôle de la circulation passe au second plan et c'est le change qui va dominer les prix. Nous voyons que dès le commencement de 1923 les changes étrangers baissent graduellement malgré l'accroissement notable de la circulation en 1923. Cette baisse des changes alterne avec des mouvements en sens contraire qui, cependant, sont moins caractéristiques et qui restent im-

(1) V. Aftalion, Prix, monnaie, change, p. 117.

puissants à changer la direction du mouvement franchement descendant de la courbe de l'indice du dollar. Les prix sont visiblement influencés par les mouvements du cours du dollar dont la baisse n'arrive pourtant à entraîner les prix qu'avec un retard assez long : la grande baisse de la courbe du change commence en juillet 1924 et la chute de la courbe des prix n'a lieu qu'à partir de janvier 1925. Cette résistance des prix à la baisse est un phénomène bien connu. Soulignons que la discordance entre les mouvements des prix et les mouvements de la circulation, surtout en 1923, est manifeste. Tandis que la circulation augmente, les prix baissent. L'action du change est indéniable, c'est à lui seul qu'obéissent les prix. Ceci est rendu encore plus évident par ce qui a lieu en 1925. On assiste à une énorme chute des prix. L'indice total qui est en avril à 2013 tombe en octobre à 1640. Un regard jeté sur le graphique atteste avec toute la netteté désirable que cette chute des prix est déterminée par la baisse antérieure des changes étrangers dans la seconde moitié de 1924, sans qu'il puisse être question d'une déflation.

Le niveau du change est déterminé par la parité des pouvoirs d'achat, affirme la théorie de Cassel (1). Mais nous voyons ici le phénomène précisément inverse. Le change, devenu tout puissant, règle le mouvement des prix au lieu de se laisser gouverner par leur niveau et si un jour une nouvelle parité apparaît, ce n'est pas que le change soit venu s'adapter à cette nouvelle parité en retrouvant un nouvel équilibre, mais, bien au contraire, c'est le change qui a commandé au niveau des prix dont les mouvements n'ont fait que suivre ses variations propres et, les fluctuations du change prenant fin, les prix viennent s'adapter à lui. Et c'est ainsi que s'établit une nou-

(1) Cassel, *La monnaie et le change après 1914*, ch. X., Paris, 1923.

velle parité grâce au rajustement du niveau des prix au niveau du change.

Le change, bien loin de suivre les mouvements des prix et de montrer une tendance à se fixer à la hauteur que commanderait la parité des pouvoirs d'achat en s'adaptant aux mouvements des prix, comme le veut la théorie de Cassel, se comporte ici en maître et, donnant lui-même l'impulsion au mouvement, impose au niveau des prix de se fixer à une hauteur conditionnée par son propre niveau.

C'est ainsi que, à travers le change et par son action sur les prix, l'économie subit le contre-coup de tout ce qui peut influencer la valeur internationale de la monnaie. On sait, par les enseignements de la théorie psychologique du change, que, précisément dans les conditions anormales du régime du papier-monnaie, le change devient extrêmement sensible et réagit très vite aux impulsions de toute sorte : économiques, financières, politiques. Cette grande sensibilité du change amène une grande instabilité des cours qui résulte de l'action soudainement prépondérante d'un des nombreux facteurs du change (1).

C'est cette action du change sur les prix que nous allons examiner de plus près pour déterminer les causes de cette crise d'adaptation qui accompagna et suivit le redressement prolongé du dinar.

Il est important de remarquer que le niveau des prix yougoslaves resta jusqu'en octobre 1924 au-dessous de la parité mondiale. Comparé au niveau des prix-or à l'étranger, il se trouvait sensiblement inférieur jusqu'au commencement de 1924, époque où il commença à se rapprocher de la parité mondiale pour la dépasser bientôt grâce au mouvement du change qui se révalorisait à une allure accélérée. On pourrait être tenté de considérer que c'est au contraire la valeur internationale du dinar qui est

(1) Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 340.

venue s'adapter à son pouvoir d'achat à l'intérieur. La baisse du dinar aurait été injustifiée et le mouvement de hausse serait naturellement venu rétablir l'ordre et ramener le change à la parité fixée par le niveau des prix. Tel serait du moins l'enseignement de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Mais ce ne pourrait être vrai qu'en partie. Laissant de côté le problème de l'uniformité des prix-or dans les divers pays du monde (1) disons que, si le niveau des prix yougoslaves n'est pas à la parité mondiale, c'est que la hausse vertigineuse des changes étrangers à la fin de 1922 et au début de 1923 n'a été que de faible durée, le dinar s'étant vite redressé et ayant regagné en quelques mois une bonne partie du terrain perdu. Tous les prix n'ont pas eu le temps d'atteindre à la parité, encore moins de se consolider sur un niveau correspondant à la valeur internationale du dinar pendant sa grande dépréciation, parce que celui-ci commença presque aussitôt à se redresser, de sorte que les prix en hausse n'ont pu se maintenir aux niveaux atteints. Nous voyons que leur baisse suivit d'assez près la baisse des changes étrangers. Mais comme les changes baissaient à une allure plus vive que les prix, la parité fut atteinte en automne 1924. Et alors, si les choses avaient dû se passer comme le veut la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, le dinar, aurait dû s'arrêter à ce niveau, où son pouvoir d'achat dans le pays correspondait approximativement à sa valeur sur le marché des changes. En rejoignant la parité, la devise yougoslave aurait dû retrouver sa valeur normale et un nouvel équilibre s'en serait suivi.

En réalité il n'en est rien. D'abord, le graphique fait voir de façon indiscutable que si le change s'améliore, ce n'est pas parce qu'il s'adapte au niveau des prix, puisque ses mouvements précédents les varia-

(1) V. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 50 et les s.

tions des prix. Le change obéit à des impulsions qui lui viennent non pas des prix intérieurs, sur lesquels au contraire il influe, mais à d'autres facteurs : balance des comptes améliorée, abandon de la politique des déficits budgétaires et de l'inflation, mouvements des capitaux favorables au dinar, confiance dans l'avenir de la devise nationale, spéculation de l'étranger sur la hausse du cours du dinar, etc. Ensuite, le dinar ne s'arrête point au niveau qui aurait correspondu à la parité des pouvoirs d'achat, mais continue à se revaloriser indépendamment de son pouvoir d'achat à l'intérieur, de sorte que l'augmentation de sa valeur internationale a pour conséquence l'accroissement de son pouvoir d'achat à l'intérieur, à la suite du fléchissement du niveau général des prix.

Voyons de plus près ce qu'ont été ces mouvements du change et des prix. Voici l'énoncé succinct des constatations qui peuvent être dégagées de l'examen attentif du graphique. Prenons, comme point de départ la fin de l'année 1923, puisque pour la période antérieure à cette date, les indices mensuels des prix n'existent pas.

a) La courbe des indices combinés du change et des prix-or extérieurs se met à monter en novembre 1923; la courbe des prix yougoslaves va suivre ce mouvement de hausse au commencement de l'année 1924. L'indice des prix qui était en décembre à 2008 passe en janvier à 2254;

b) La première de ces deux courbes commence à décliner dès janvier 1924 et est suivie par la courbe des prix qui baisse en mars 1924;

c) En mai 1924 les deux courbes se mettent en mouvement simultanément dans le sens de la hausse;

d) En juillet 1924 la courbe du change et des prix-or extérieurs commence de nouveau à décliner; la

courbe des prix suit ce mouvement de baisse le mois suivant.

e) A partir d'octobre 1924 et en novembre de la même année le dinar, qui montait à une allure rapide, ralentit sa hausse et s'attarde au niveau déjà atteint; les prix cessent de fléchir et un mouvement ascendant se fait jour en novembre et décembre 1924 (1). La parité se trouve ainsi enfin atteinte, mais bientôt les prix yougoslaves se trouveront au-dessus de la parité et ils y resteront jusqu'à la stabilisation du dinar, l'amélioration progressive du dinar ne réussissant à provoquer qu'une baisse graduelle des prix proportionnellement moindre que le fléchissement des changes étrangers.

f) Quand la baisse des changes étrangers recommence à une allure plus vive, en décembre 1924 et surtout en janvier 1925, on assiste de nouveau à un fléchissement des prix en janvier et février 1925.

g) Le mouvement de hausse des changes étrangers février-mars 1925 est accompagné d'une reprise du mouvement ascendant des prix en mars;

h) A partir du mois de mars 1925, toutes les trois courbes — change, indices « théoriques » des prix et prix yougoslaves — sont en baisse; mais, tandis que, en mars, avril, mai, la courbe du dollar ne baisse que légèrement, la courbe des indices combinés du change et des prix-or extérieurs baisse beaucoup plus : c'est que les prix-or à l'étranger sont eux-mêmes en baisse. C'est pourquoi la courbe des prix yougoslaves, influencée à la fois par la baisse des changes étrangers et par le fléchissement des prix-or à l'étranger, se met à baisser rapidement à partir du mois de mars. Ce mouvement de baisse des prix

(1) De cette reprise de la hausse des prix on pourrait conclure à l'absence de solidarité entre prix et change. En réalité, elle pourrait être l'effet de la hausse assez notable des prix survenue en automne 1924 dans les pays à monnaie d'or, notamment aux Etats-Unis. V. Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 92.

intérieurs va durer jusqu'en octobre-novembre 1925. A ce moment le niveau des prix va se trouver de nouveau sensiblement inférieur à la parité. Cette dépression des prix subsistera jusque vers la fin de l'année 1926, marquant à peu près les limites de la crise de revalorisation;

j) A partir du mois d'août 1925 le dinar n'accuse que des variations de très faible amplitude. C'est alors que commence l'ère de la stabilisation de fait du change yougoslave. Cependant nous venons de voir que l'indice général des prix continue à décliner. Cette baisse des prix, avec quelques reprises dans le sens de la hausse, se prolonge jusqu'en août 1926, où se manifeste de nouveau une tendance à la hausse, signe de temps meilleurs, tendance qui amène le niveau des prix yougoslaves à la parité et un peu au-delà en décembre 1926. Ainsi, la dépression produite par la revalorisation du dinar va disparaître pour faire place à un mouvement de reprise, indiquant que la réadaptation de l'économie aux nouvelles conditions monétaires s'est peu à peu réalisée.

SECTION III.

Crise de revalorisation.

La chute du dinar de décembre 1922-janvier 1923 a été profonde, mais de courte durée. Le niveau général des prix que la crise des changes de cette époque avait dû relever brusquement, fléchit au contraire dès le début de 1923 sous l'influence du relèvement du dinar. Cette baisse des prix va se prolonger tant que durera la hausse du dinar et même après sa stabilisation en été 1925, engendrant une assez grave crise d'adaptation ou, plus exactement,

de revalorisation (1). Les prix intérieurs s'ajustent progressivement à la valeur internationale du dinar. Cet ajustement du niveau des prix intérieurs à la valeur de la monnaie nationale à l'extérieur est le phénomène central de cette période. Le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie, loin de conditionner le cours du dinar, s'adapte à la valeur de l'unité monétaire sur le marché des changes. Ces adaptations successives du niveau des prix au niveau du change produisent une crise que nous aimerions voir appelée « crise de revalorisation ».

On a beaucoup écrit et discuté sur les caractères de la crise économique qui vint secouer l'économie yougoslave dès 1923 et dont les effets se sont longtemps fait sentir (2). Nous croyons que la cause essentielle de cet ébranlement fut d'abord l'arrêt de l'inflation, équivalant à une restriction des moyens de paiement par rapport au niveau des prix en hausse, puis le mouvement de revalorisation du dinar se traduisant par une contraction des échanges, diminution des revenus et dépression générale. C'est sans aucun doute le redres-

(1) Il serait faux de dire « crise de stabilisation ». En effet, la crise ne provient nullement de la stabilisation de la monnaie, puisqu'elle l'a précédée de beaucoup, mais de la revalorisation. C'est pourquoi nous l'appellons *crise de revalorisation*. V. Aftalion, *Monnaie et industrie*, p. 45.

(2) Voir en particulier les réponses des Chambres de commerce et de l'industrie à une enquête sur les causes de la crise économique, organisée par le Ministère du Commerce et de l'Industrie, publiées par la revue *Bankarstvo*, N^{os} d'octobre, novembre et décembre 1926. — Parmi les nombreux travaux traitant du problème de la crise économique, voir notamment l'étude du professeur Todorovic, publiée dans l'*Ekonomist*, année VI, N^o 5, ainsi que les deux articles du professeur Bajkić : *Ekonomist*, année IV, N^o 3... et *Bankarstvo* N^o de septembre 1926. — On a largement usé (et abusé à notre sens) de ce terme « crise » (qui fut pendant longtemps très en vogue). Du moment que les choses n'allaient pas bien dans une certaine branche de l'activité économique ou que la situation d'une catégorie d'individus empirait, on donnait le signal d'alarme et on s'écriait : « crise ». Ce vocable était suivi d'une épithète variable, selon le cas : monétaire, industrielle, de crédit, etc. La crise était tantôt générale, tantôt partielle. Les railleries de M. Bajkić à ce propos sont à lire.

sement du dinar qui est le facteur principal de cette crise. La baisse des prix consécutive à la revalorisation se poursuit pendant des mois et des mois, au cours d'une longue période de dépression économique qui ne prit fin que grâce à la stabilisation du change. C'est pourquoi il est permis de dire que si l'inflation est la source initiale de toutes les difficultés avant 1923, c'est le change qu'il faut indubitablement rendre responsable de celles qui se sont succédées après son redressement. Par ses mouvements désordonnés il a paralysé la vie normale et le développement régulier de l'économie, en créant des difficultés qui n'étaient point dans l'ordre inéluctable des choses et auraient facilement pu être évitées, si l'on avait su montrer plus de compréhension du problème monétaire.

Ainsi donc, le mouvement de revalorisation du dinar, qui commence en janvier, ou plus exactement à partir de la fin de ce mois, provoque une crise de revalorisation qui s'accroît à mesure que le change se réapprécie. Cette crise commence à se faire vivement sentir en 1924, mais elle devient aiguë vers la fin de cette année et s'affirme avec violence en 1925, époque où les changes étrangers entraînent dans leur baisse les prix alors au-dessus de la parité mondiale. La grande baisse des prix de mars à octobre 1925 marque le point culminant de la crise de revalorisation. Comme le change se stabilise à partir du mois d'août 1925, la baisse des prix en automne 1925 et pendant la plus grande partie de 1926 marque la dépression profonde provoquée par la trop forte et trop rapide revalorisation de la devise nationale (1). Notons toutefois que la baisse des prix en 1925, due

(1) Le nombre des faillites augmente énormément : tandis qu'il n'était qu'à 106 en 1924, il monte à 348 en 1925 et atteint 962 en 1926. Il est vrai que ces chiffres devraient être corrigés en ce sens qu'on devrait ajouter au chiffre indiqué pour l'année 1924 un certain nombre de concordats. Voir l'art. de M. Vegner dans l'*Ekonomist*, année VII, N° 6.

à la revalorisation, a été aggravée par la chute des prix spéciale aux produits agricoles, provoquée par une récolte très abondante. Nous avons déjà indiqué que cette baisse des prix à l'intérieur a été accentuée par le mouvement de baisse des prix à l'extérieur, des prix-or étrangers.

On peut admettre que vers la fin de 1926 les effets, ou plutôt les méfaits de la revalorisation commencent à disparaître, l'adaptation aux nouvelles conditions monétaires, si elle n'est pas un fait accompli, est en voie de réalisation, puisque l'ajustement des prix au niveau du change paraît définitif. L'économie semble avoir retrouvé son rythme normal. Si l'on parle de crise en 1927-28 et même actuellement, elle a d'autres sources, telles que la situation de l'agriculture en particulier.

On est en droit de supposer que la dépression amenée par la réappréciation internationale du dinar, qui marque son point le plus profond en été 1926, aurait été définitivement surmontée en 1927, si de nouveaux facteurs défavorables n'étaient entrés en action, déjouant les espoirs éveillés un moment par le mouvement de reprise manifesté dès l'automne 1926.

La dépression de 1926 est caractérisée par deux catégories de facteurs :

1° les suites de la revalorisation sont encore perceptibles, les facteurs de la baisse des prix étant encore en action;

2° le pouvoir d'achat total de la population subit une forte diminution par suite d'une série de circonstances toutes défavorables au développement des affaires : si la récolte n'est pas absolument mauvaise, il y eut au cours de cet été 1926 de très grandes inondations dans le pays qui contribuèrent, en rendant les communications difficiles, à donner à la

dépression l'aspect d'un marasme général. L'allègement ne se produisit que vers la fin de l'année.

Nous voyons qu'en 1925 et 1926 le volume des échanges est en diminution. Si les statistiques des chemins de fer ne marquent qu'un léger recul ou même un état stationnaire dans le trafic de marchandises, ce sont surtout les mouvements du volume total du commerce extérieur qui illustrent le mieux l'arrêt dans le développement de l'économie yougoslave, arrêt produit par la revalorisation excessive du dinar à la suite d'une période d'inflation.

En remettant l'examen du développement du commerce extérieur dans les années 1923-26 à la section consacrée spécialement à cette question, indiquons ici l'effet produit par le redressement du change sur l'évolution générale de l'économie yougoslave, tel qu'il ressort des statistiques des chemins de fer. Ces chiffres montrent très bien le temps d'arrêt marqué dans le développement de l'économie par la crise de revalorisation, crise qui vint briser l'essor pris par celle-ci au cours des premières années d'après guerre.

Malheureusement on ne possède de chiffres sur le développement du trafic des marchandises que depuis 1922. Néanmoins, ils sont très instructifs.

Ces chiffres comprennent le transport des marchandises privées et transports en service réunis ensemble :

Année	Marchandises transportées en milliers de tonnes
1922	11.401
1923	13.158
1924	21.093
1925	21.427
1926	21.324
1927	21.903
1928	22.045

Examinons maintenant de plus près la situation de l'industrie et de l'agriculture pendant la crise de revalorisation.

§ 1. — *La crise de revalorisation et l'industrie.*

Si la Yougoslavie est un pays essentiellement agricole, son industrie est en voie de développement très intense. Ce développement a été particulièrement vif de 1919 à 1923, grâce à des circonstances exceptionnellement favorables.

Nous avons déjà parlé de la période d'industrialisation rapide du pays, grâce aux efforts déployés par l'initiative des hommes d'affaires dont l'action fut soutenue par les gouvernements successifs. Cette industrialisation fut favorisée par nombre de facteurs dont les plus importants sont : l'inflation, qui facilitait grandement l'expansion industrielle; un marché intérieur dont la capacité d'absorption de produits industriels est considérable en temps normal mais dont la demande fut très grande surtout sitôt après la guerre, grâce notamment à la prospérité dont bénéficia à cette date la classe agricole, très nombreuse; diverses mesures que le gouvernement a cru devoir prendre dans le but de favoriser l'essor industriel; la possibilité donnée aux industriels serbes ayant subi des dommages de guerre de se procurer, au moyen de prestations en nature de l'Allemagne, un outillage moderne; l'intérêt que le capital étranger témoignait à l'activité industrielle en Yougoslavie par ses participations d'ordre divers, etc.

A défaut de données statistiques sur la production industrielle, qui seraient les plus probantes en matière de l'évolution de l'industrie yougoslave, nous devons nous contenter des chiffres de consommation annuelle totale des charbons de toute sorte, avec les indices ayant pour base 1919 = 100, qui peuvent

peut-être, faute de mieux, donner une idée approximative de la marche suivie par l'activité industrielle :

Années	Milliers de tonnes métriques	Indices avec base 1919 = 100
1919	2.240	100
1920	2.926	131
1921	3.194	143
1922	4.045	181
1923	4.408	197
1924	4.520	202
1925	4.698	210
1926	4.582	205
1927	5.194	232

On voit que les années 1924, 1925 et 1926 marqueraient un ralentissement dans le développement industriel, après l'essor remarquable des premières années qui suivirent la grande guerre. Il y a même un léger recul de l'indice en 1926, année que marque une dépression pénible. Une reprise de l'activité industrielle se manifesterait en 1927, la courbe recommence à monter, bien que cette année ne fût pas des plus heureuses, d'où l'on peut conclure que la dépression avait touché à sa fin.

La dépression industrielle est provoquée sans aucun doute par la revalorisation du dinar. L'arrêt de l'inflation vint mettre fin à la prospérité de l'industrie. On sait que l'inflation constitue un grand stimulant pour l'activité industrielle. Après l'essor entretenu par l'inflation, on assiste à une stagnation qui se prolonge de 1924 à 1926. Cette dépression industrielle fut quelque peu adoucie par les effets bienfaisants d'une loi de 1925 qui vint relever sensiblement les droits de douane pour les produits industriels. Grâce à ce relèvement des tarifs, la baisse des prix industriels fut modérée.

La crise de revalorisation fut particulièrement dure pour l'industrie nationale, qui manquait de bases so-

lides. Au cours de cette éphémère prospérité de la période d'inflation beaucoup d'entreprises furent fondées et les anciennes procédèrent à l'agrandissement de leurs installations et à l'accroissement de la production. Or, les ressources réelles dont elles disposaient n'étaient pas suffisantes pour les mettre à l'abri de toute épreuve. Les immobilisations des capitaux circulants amenèrent une pénurie monétaire; d'autre part il est impossible de faire œuvre durable sur la base du crédit seul. Ensuite, pour se procurer les capitaux de roulement indispensables à la marche normale des entreprises, on se voyait obligé de payer des taux vraiment exorbitants. Le taux de prêt pour les capitaux à court terme variait déjà en 1923 de 20 à 24 %; il dépasse fréquemment 30 % l'année suivante, année qui marque le point culminant de la crise monétaire. Les taux payés en 1925 et 1926 varient entre 18 et 20 %. Si le loyer des capitaux s'abaisse graduellement, la raison en est que déjà bon nombre d'entreprises n'ayant pas de base solide, avaient été déjà éliminées.

La dépression qui s'était abattue sur l'industrie de 1923 à 1926 se présente ainsi sous ce double aspect (1) :

D'un côté nous avons une baisse très forte des prix,

(1) Dans sa réponse à l'enquête sur la crise économique organisée en 1926 par le Ministère du Commerce et de l'Industrie la Chambre de Commerce et de l'Industrie de Zagreb énumère les causes principales de la crise, dont souffrait l'industrie : 1) manque de capitaux; 2) prix de revient trop élevés; 3) taux de l'intérêt exagéré. En réalité, cette dernière cause n'est que la conséquence de la première (pénurie de capitaux). Cependant, si nous prenons garde que les besoins des capitaux excédaient largement l'offre d'une façon permanente, nous devons dire que cette pénurie n'était pas la caractéristique essentielle de la période que nous étudions; elle était persistante, mais son effet se trouvait adouci par l'inflation. Tant que dure la hausse des prix favorisée par l'inflation, on ne parla pas de crise. Elle apparut au moment où la revalorisation du dinar provoqua la baisse des prix industriels sans amener une réduction correspondante des coûts de production, ce qui eut pour effet de réduire la marge du profit ou de supprimer même tout bénéfice. V. l'art. du prof. Todorovic. Sur la crise industrielle, dans l'*Ekonomist*, année V., N° 4.

de l'autre, nous constatons que les prix de revient restent très hauts et vont même parfois en croissant. Il y a notamment une partie du coût de production qui n'est compressible que difficilement et seulement à la longue salaires, impôts, loyer des capitaux empruntés, frais généraux, etc. Si le coût de production reste longtemps très haut, c'est principalement pour les raisons suivantes :

1° les salaires ne peuvent diminuer du jour au lendemain, le coût de la vie des ouvriers dépendant, non pas des prix de gros qui ont subi la baisse, mais des prix de détail; or, ceux-ci ne baissent qu'avec retard et lentement.

2° les charges fiscales sont très élevées, mais il ne peut être question de dégrèvements si l'on veut maintenir l'équilibre du budget;

3° l'énormité du taux de l'intérêt est un facteur extrêmement important pour les entreprises qui dépendent étroitement du crédit;

4° les frais généraux ne se laissent pas réduire instantanément. Les efforts de compression des prix de revient demandent du temps pour arriver au résultat désiré.

L'action du change sur les prix se manifeste de la manière la plus évidente quand on suit les mouvements des prix des produits industriels. Etant donné que l'industrie nationale est, en somme, encore peu développée, l'on ne peut s'étonner de ce que le marché des produits industriels dépende beaucoup de l'extérieur.

Voici les indices des produits industriels :

	1923	1924	1925	1926
Janvier	3390	2618	2067	1823
Février		2618	2015	1758
Mars		2523	2070	1718
Avril		2484	2029	1705
Mai		2292	1971	1684

	1923	1924	1925	1926
Juin	2990	2340	1954	1678
Juillet		2389	2040	1645
Août		2402	1955	1642
Septembre		2246	1915	1651
Octobre		2048	1892	1676
Novembre		2102	1868	1682
Décembre	3000	2207	1862	1650

Il ne peut être question d'entrer ici dans l'examen des situations particulières créées aux différentes branches de l'activité industrielle, chacune d'elles ayant ses difficultés propres à surmonter et des problèmes spéciaux à résoudre. Nous montrons la situation de l'industrie prise en bloc.

Si l'on faisait un graphique contenant deux courbes : 1) la courbe des indices combinés du change et des prix-or extérieurs ou encore la courbe renversée du pouvoir d'achat extérieur du dinar; 2) la courbe représentant les mouvements des prix des produits industriels, on ne pourrait s'empêcher de constater du premier coup que les deux courbes présentent un parallélisme remarquable. L'influence du change, conjuguée avec l'action des prix-or extérieurs, est évidente. Il faut noter que si la courbe des prix industriels yougoslaves se tient en 1925 sensiblement au-dessus de la courbe des indices théoriques des prix, c'est que les nouveaux tarifs douaniers sont venus protéger plus ou moins efficacement l'industrie nationale.

Les mouvements des prix du matériel de construction sont assez différents de ceux des produits industriels. Comme cette branche de l'industrie a une importance très grande pour la vie économique yougoslave, nous en dirons quelques mots. Ces prix ont obéi souvent aux influences autres que celles des mouvements du change national, en particulier à la situation

des marchés du bois étrangers. Ensuite, si le dinar a exercé une influence sur ces prix également, les mouvements du change des pays vers lesquels sont dirigées les exportations de ces produits, ont aussi grandement influencé ces prix à l'intérieur. Ce sont surtout les variations de la lire italienne et du franc français qui ont exercé une très grande influence sur l'exportation de ces produits et par là sur leurs prix (1).

Voici leurs indices :

	1923	1924	1925	1926
Janvier	2030	2062	2191	1751
Février		2062	2346	1751
Mars		2092	2444	1907
Avril		2060	2438	1890
Mai		2132	2200	1749
Juin	2040	2161	1972	1745
Juillet		2161	1856	1708
Août		2097	1766	1800
Septembre		2154	1766	1864
Octobre		2145	1745	1882
Novembre		2257	1774	1895
Décembre	1900	2265	1774	1910

Nous voyons ces prix monter en 1924 malgré la révalorisation du dinar : en janvier l'indice est à 2062, en décembre à 2265; ils atteignent leur niveau maximum en mars 1925, avec l'indice 2444, mais cette hausse ne dure pas et les prix fléchissent pour atteindre en quelques mois un niveau très bas avec l'indice 1745 en octobre de la même année. Et cette chute paraît bien avoir été provoquée par le relèvement du change national. Les exportations furent rendues impossibles par des prix trop hauts. Ce n'est qu'après la chute que les exportations reprennent.

(1) Voir l'étude très documentée du professeur Marinović *Contribution à l'étude de l'exportation et de l'importation des produits forestiers*, Belgrade 1926.

§ 2. — *La crise de revalorisation et l'agriculture.*

Le facteur monétaire ne paraît pas jouer un rôle décisif dans les mouvements des prix des produits agricoles et de ceux du bétail et des produits de l'élevage. Leurs fluctuations sont très amples, car ces prix obéissent d'une part à des influences venant des marchés étrangers et d'autre part aux fréquentes variations de rendements des récoltes dans le pays. Il est difficile de dire dans quelle mesure ce sont des variations tenant à la monnaie qui déterminent les mouvements des prix agricoles.

Une corrélation négative paraît exister entre les variations des prix de ces deux groupes d'articles (produits agricoles et produits de l'élevage). Une mauvaise récolte fait hausser les prix des produits agricoles et en même temps amène la baisse des produits du bétail et de la viande, parce que si les prix du fourrage haussent, ceci détermine une plus grande offre de bestiaux et partant un fléchissement de leurs prix. Dans les bonnes années, quand les récoltes sont abondantes, le prix d'entretien du bétail étant faible, on préfère garder les animaux plutôt que de les vendre à vil prix. Ce qui fait que les directions des mouvements des courbes de ces deux groupes d'articles sont le plus souvent opposées.

Indices des prix des produits agricoles.

	1923	1924	1925	1926
Janvier	2420	2295	2164	1490
Février		2380	2212	1377
Mars		2433	2191	1381
Avril		2351	2181	1420
Mai		2245	2236	1447
Juin	2110	2158	2217	1535
Juillet		2188	1922	1610
Août		2556	1536	1466

	1923	1924	1925	1926
Septembre		2106	1469	1359
Octobre		2080	1340	1403
Novembre		2019	1385	1471
Décembre	1830	2115	1478	1472

Notons ici que les prix des produits agricoles se sont tenus à un niveau assez élevé jusqu'à l'été de 1925, où eut lieu une chute profonde. Le passage des prix rémunérateurs aux bas prix en 1925 a été très brusque et funeste à l'agriculture, qui fut ainsi gravement atteinte par la crise agricole.

Indices des prix du bétail et des produits d'élevage.

	1923	1924	1925	1926
Janvier	1590	2626	2263	1615
Février		2888	2009	1548
Mars		2479	2009	1651
Avril		2290	1881	1645
Mai		2082	1737	1639
Juin	2000	2211	1742	1408
Juillet		2317	1787	1380
Août		2482	1787	1371
Septembre		2417	1888	1446
Octobre		2394	1846	1530
Novembre		2520	1785	1612
Décembre	1990	2544	1895	1706

Ces prix subissent également une chute énorme en 1925.

La baisse des prix des produits de l'agriculture se traduit par une diminution du pouvoir d'achat total des masses paysannes ce qui rétrécit le marché intérieur et amène une contraction des échanges. L'économie toute entière en ressent le contre-coup.

Nous voyons l'indice des prix des produits agricoles marquer 2420 en janvier 1923 pour descendre à la fin de l'année à 1830. On se rappelle que nous avons dit que les prix des céréales en 1923 paraissent

très influencés par les mouvements du change. En 1924 les variations de ces prix sont encore très amples. L'influence du change paraît encore décisive, du moins quant à la direction des mouvements. Une hausse du dollar déclanche toujours une hausse des prix de ces produits, tandis qu'une baisse du dollar est suivie par leur fléchissement. La baisse importante des changes étrangers à partir de juillet 1924 provoque une baisse des prix des produits agricoles, mais cette baisse n'est pas alors bien profonde. La grande chute des prix agricoles n'a lieu qu'en été 1925 et elle paraît déterminée plutôt par le rendement exceptionnellement élevé de la récolte que par le relèvement du cours du dinar.

En ce qui concerne les prix du bétail et des produits de l'élevage, le tableau n'est plus du tout le même. Malgré la baisse considérable du dollar en 1923, ces prix montent rapidement en 1923. Leur indice, qui est à 1590 en janvier, monte jusqu'à 1990 en décembre. Il atteint le niveau maximum en 1924, avec 2888. En 1924, ces prix sont sujets à des variations violentes dans les deux sens. L'influence du change peut encore ici être constatée si l'on s'en tient uniquement à la direction des mouvements, en faisant abstraction de leur étendue. La grande baisse de ces prix a lieu au commencement de 1925. L'indice tombe de 2263 en janvier à 1737 en mai. C'est visiblement l'effet de la grande baisse des changes dans la seconde moitié de 1924.

En 1926, les indices de ces deux groupes d'articles présentent des variations assez étendues, mais le niveau moyen atteint reste très bas. La crise agricole commence à se faire sentir de plus en plus, crise qui ne fera que s'accroître par la suite.

SECTION IV.

Le commerce extérieur.

Nous avons vu que pendant l'inflation la balance commerciale avait été fortement déficitaire. Contrairement à ce qu'on aurait pu attendre d'une saine politique commerciale, les exportations furent entravées par des mesures diverses, droits à l'exportation notamment. Dé plus, les mauvaises communications rendaient souvent extrêmement pénible le transport des marchandises, de celles surtout dont l'exportation est concentrée sur une partie de l'année seulement. Nous voyons qu'en 1922 la valeur des produits exportés, évaluée en en or, baisse sensiblement malgré la dépréciation du dinar qui devait rendre les exportations plus intenses.

Pendant les années 1923, 1924 et 1925 les exportations augmentent malgré la revalorisation du dinar, ce qui fait qu'en 1924 la balance commerciale devient pour la première fois active avec un excédent d'exportations de 93 millions de dinars-or. Elle reste active aussi en 1925 et 1926. Toutefois l'excédent des exportations est beaucoup moins élevé : 14 millions de dinars-or en 1925 et 17 millions de dinars-or en 1926.

Les importations qui se montent en 1922 à 452 millions de dinars-or s'élèvent progressivement à 493 millions en 1923, à 579 millions en 1924 et atteignent 769 millions en 1925, pour baisser en 1926 à 697 millions de dinars-or. La dépression générale se répercute sur le commerce extérieur. La diminution du pouvoir d'achat de la population a pour effet de diminuer les importations.

Les exportations n'étaient en 1922 que de 259 millions de dinars-or, accusant un recul de 62 millions sur l'année précédente où elles avaient atteint 321

millions de dinars-or. Puis, en 1923, elles montent de nouveau considérablement, se chiffrant à 478 millions. En 1924 une nouvelle augmentation très forte encore les amène à 671 millions. En 1925 elles atteignent le niveau élevé avec 783 millions de dinars-or pour s'abaisser de nouveau en 1926 à 714 millions.

Voici les chiffres représentant le mouvement du commerce extérieur de ces années :

	Millions de tonnes	Importations : Millions de dinars-papier	Millions de dinars-or
1923	1123	8310	493
1924	1128	8222	579
1925	1514	8753	769
1926	1241	7632	697

	Millions de tonnes	Exportations : Millions de dinars-papier	Millions de dinars-or
1923	3026	8049	478
1924	3916	9539	671
1925	4398	8905	783
1926	4885	7818	714

Voici d'autre part les chiffres montrant l'état de la balance commerciale :

	Exportations (millions de dinars-or) excédents (+), déficits (—)	Exportations en % des importations
1923	— 15	97 %
1924	+ 93	116 %
1925	+ 14	102 %
1926	+ 17	102 %

Si le relèvement du dinar ne paraît pas avoir constitué des entraves aux exportations, il faut se rappeler qu'en 1923 et aussi en 1924 le niveau des prix intérieurs était encore au-dessous de la parité mondiale, de sorte que les exportations ne rencontraient pas de sérieux obstacles. De plus, les années 1924 et

surtout 1925 sont des années excellentes du point de vue des récoltes; leurs rendements exceptionnellement élevés alimentaient les exportations en déprimant les prix agricoles, assez légèrement en automne de 1924 et plus profondément en 1925, ce qui eut pour résultat final de provoquer des excédents dans la balance commerciale (1).

SECTION V.

La politique de crédit et l'évolution du marché monétaire.

La revalorisation du dinar n'a pas été précédée d'une déflation, bien qu'on ait parlé d'une politique de déflation et en dépit des timides restrictions de crédit auxquelles procéda la Banque Nationale. Tout au contraire nous voyons la circulation fiduciaire s'accroître considérablement au cours de l'année 1923. Elle était, au mois de janvier 1923, alors que le dinar touchait à son niveau le plus bas, de 5148 millions de dinars. A la fin du mois de décembre de la même année elle s'élevait déjà à 5790 millions. Elle avait même atteint le chiffre de 5929 millions en septembre, mais cette augmentation est de caractère uniquement saisonnier, la circulation augmentant régulièrement de volume en automne, époque des exportations intenses. Par conséquent, du commencement à la fin de 1923 la quantité de monnaie en circulation se trouve accrue de plus de 600 millions de dinars, ou de 12 % (2).

(1) En ce qui concerne la balance des comptes pour l'année 1926, voir la belle étude de MM. Tosic, Vegner, Rudcenko et Strekacev sur *La balance des paiements de la Yougoslavie*, Belgrade 1928.

(2) On a voulu voir, dans cet accroissement considérable de la circulation, la continuation de l'inflation précédente. S'il en avait été ainsi, on aurait là un démenti formel aux déclarations anti-

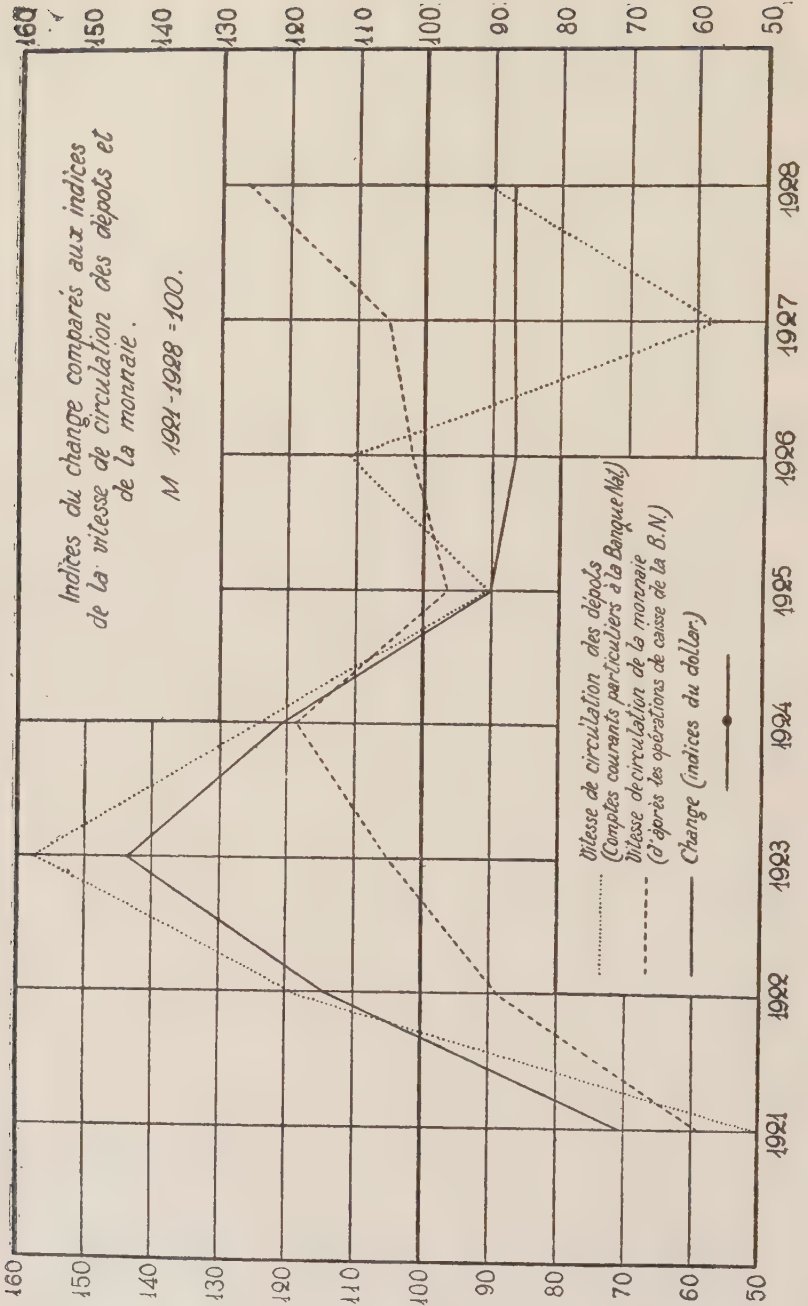
Néanmoins, malgré cet accroissement considérable de la circulation, le niveau général des prix se trouve en baisse. Nous avons vu que cette baisse est due uniquement à l'action du change, dont l'influence sur les prix se traduit par une discordance complète entre le mouvement de la circulation en hausse et le mouvement des prix en baisse.

Dans les années suivantes, si la circulation ne reste pas stationnaire, ses variations sont beaucoup moins amples et présentent notamment un caractère saisonnier très accentué. Le maximum atteint par la circulation se place en automne 1925, au moment où le dinar allait jouir de la stabilité enfin reconquise. La circulation dépasse 6 milliards. A cette époque les prix se trouvaient au niveau très bas jusqu'où le change les avait fait fléchir, en dépit de cet accroissement de la circulation de 1923 à 1925. Donc, aucune concordance dans l'ensemble entre les mouvements des prix et ceux de la circulation. Le change s'affirme maître des prix qui se meuvent indépendamment des variations de la quantité de monnaie en circulation.

Nous voyons d'autre part (graphique III) que de 1923 à 1925 l'indice de la vitesse de la circulation des dépôts (comptes-virements à la Banque Nationale) baisse de 160 à 90 (la moyenne de 1921/28 = 100). C'est un des éléments monétaires de l'équation des échanges qui s'adapte au niveau des prix en baisse et à la diminution des transactions. La vitesse de la circulation de la monnaie diminue également de 1924 à 1925; l'indice fléchit de 118 à 97.

inflationnistes du nouveau Ministre des Finances. Il est naturel que M. Stojadinovic ait tenu à contester le caractère d'inflation à cette nouvelle émission. Cependant, si la dette de l'Etat reste à peu près stationnaire durant l'année 1923, le poste « avoir de l'Etat » qui constitue un engagement à vue de la Banque et où l'on avait inscrit la contrevaieur en dinars des devises que l'Etat avait cédées à la Banque en 1922 et que celle-ci avait déjà vendues pour relever le cours du dinar en automne 1922, se dégonfle et provoque la sortie de nouveaux billets, ce qui fait que la circulation totale augmente en conséquence. V. son article publié dans *Bankarstvo* de mai 1924.

GRAPHIQUE III.



Si le niveau des prix continue à baisser en 1926 ce n'est plus tant sous l'influence du change qui se trouve stabilisé mais dont la revalorisation antérieure exerce encore sur eux une action déprimante, mais pour des raisons tenant aux marchandises et sous l'influence de la baisse des prix à l'étranger. Et cette baisse du niveau des prix en 1926 coïncide avec une diminution de la circulation qui tombe au mois de juillet à 5422 millions de dinars. On peut admettre que, depuis la stabilisation du change, la circulation se laisse entraîner par les variations du prix, que les mouvements de la circulation s'adaptent donc au niveau des prix. La dépression de 1926 qui ramène les prix à un niveau presque aussi bas que celui où ils étaient, en moyenne, en 1922, semble refouler une certaine quantité de monnaie vers la Banque d'émission.

On pourrait affirmer que déjà en 1922 la circulation cesse d'être le phénomène moteur, rôle qu'elle avait pu jouer jusque là grâce à l'action de l'inflation sur les revenus et par là sur le niveau des prix et sur le change. Son rôle s'efface devant la toute-puissance du change. Les mouvements de la circulation, loin d'être décisifs, ne font plus que refléter la situation économique, toute dominée par les fluctuations du change. Tant que les affaires sont, sinon prospères, du moins satisfaisantes, et elles le sont encore pendant une bonne partie de 1923, elle ne cesse de s'accroître. Quand la revalorisation du change prend une allure accélérée en 1924, la parité des prix à l'extérieur et à l'intérieur est bientôt atteinte et une stagnation s'ensuit qui évolue vers une dépression générale. Finalement cette dépression trouve son écho dans la contraction du volume de la circulation.

On ne peut donc parler d'une *déflation* en Yougoslavie sans contredire les faits (1). Ce qui a vérita-

(1) Voir aussi Belin, *Les problèmes de notre change*, p. 35 et s.

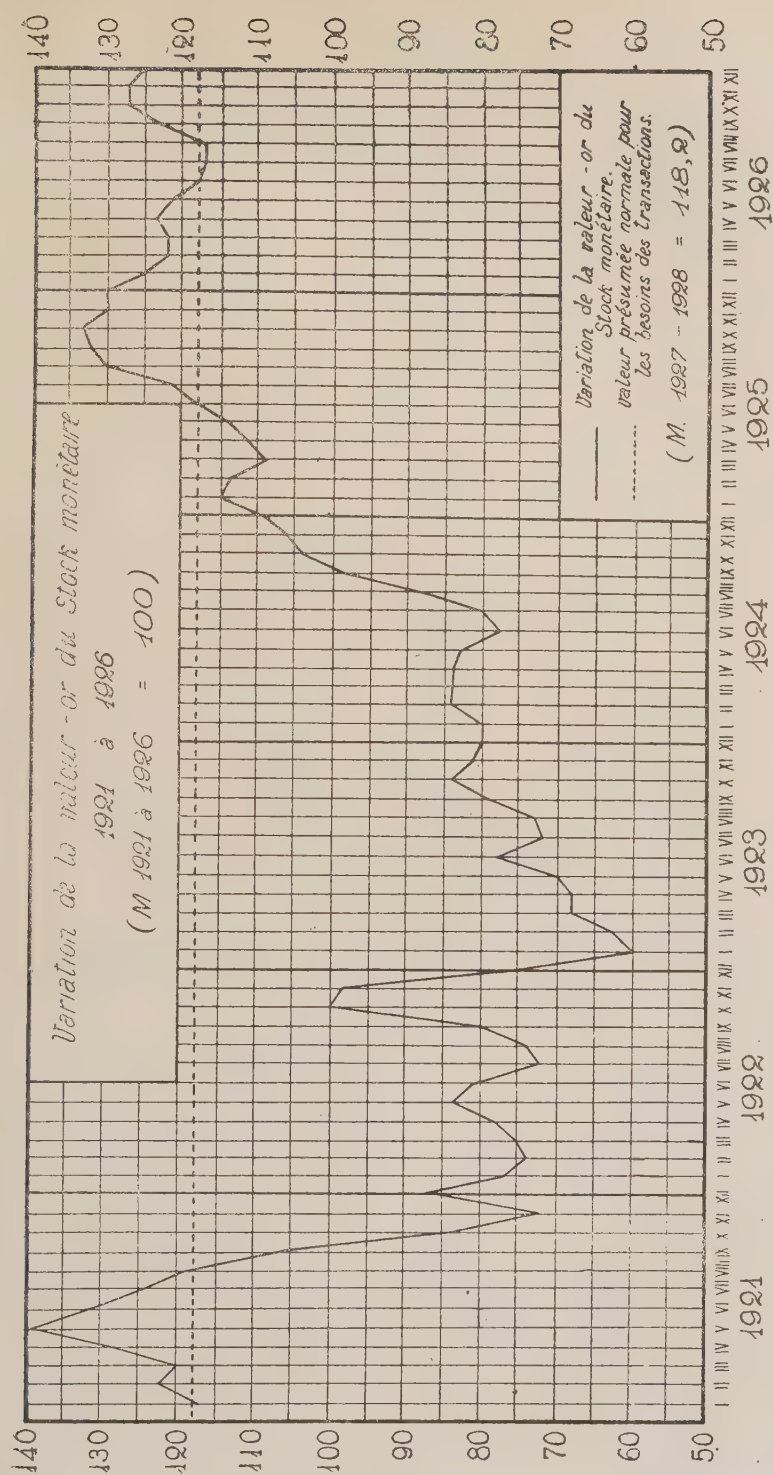
blement eu lieu, c'est *l'arrêt graduel de l'inflation*. Que cet arrêt ait produit un effet comparable à celui que détermine ordinairement une déflation véritable, cela est probable. Il ne faut pas oublier le fait très important que la valeur-or de la circulation était très faible. L'arrêt de l'inflation a pu contribuer à la revalorisation du dinar, revalorisation qui, pourtant, n'est pas un résultat de la déflation, mais qui est déterminée par une amélioration de facteurs tels que la balance des comptes, la situation budgétaire devenue plus favorable, et aussi par des facteurs moins palpables, mais bien puissants, facteurs psychologiques trouvant un support dans les considérations optimistes sur l'avenir du dinar et dans la confiance en l'économie yougoslave. Nous savons maintenant grâce aux études récentes, que les prévisions jouent un rôle très important en matière de change (1). Les prévisions de certains faits produisent le même effet que leur réalisation. Cet effet s'évanouit si les prévisions s'avèrent erronées; il persiste si l'avenir justifie la confiance passée, comme c'est ici le cas.

Les mouvements de la circulation ont pu agir sur les prix par leur action sur les revenus et influencer le change avant 1922. Après 1922, le change échappe à cette influence qui cesse de s'exercer : n'agissant plus sur les revenus, la circulation devient facteur passif. Le change, à son tour, exerce une action sur les prix et peut-être aussi sur la circulation elle-même, reléguant celle-ci au second plan, et assumant de son côté la direction du mouvement.

On a beaucoup discuté sur les caractères de la crise monétaire qui avait fait son apparition dès 1922, mais qui a sévi principalement en 1923 et en 1924. Sans chercher à prendre ici une position définitive dans ce débat, nous croyons utile de faire ressortir l'effet

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 320.

GRAPHIQUE IV.



produit par la baisse du dinar en 1921 et en 1922 sur la valeur-or de la circulation fiduciaire, effet que l'amélioration ultérieure du change en 1923-1924 a tendu à faire disparaître.

Notre graphique IV a pour but de montrer les variations de la valeur-or du stock monétaire, de la circulation monétaire évaluée en or suivant le cours moyen du dinar pendant le mois correspondant. Nous avons pris la moyenne de tous les mois de 1921 à 1926 égale à 100, de sorte que les montants mensuels de la circulation évalués en or sont donnés en pourcentages de cette moyenne. La courbe ainsi obtenue représente les variations de la valeur-or du stock monétaire dans les années 1921-26. La ligne en pointillé représente la moyenne de la circulation, évaluée en or, également, pendant les années 1927/28 que nous pouvons considérer comme années normales; cette moyenne est donnée en pourcentage également par rapport à la moyenne de la série 1921/26. Elle sert à donner une idée approximative de la valeur présumée normale du stock monétaire. On peut en déduire que la quantité de monnaie suffisante pour les transactions s'élève en moyenne à 503 millions de dinars-or (ou 5518 millions de dinars-papiers). Nous avons vu que, suivant certaines estimations, la quantité de monnaie en circulation dans les territoires constituant le royaume de Yougoslavie pouvait être évaluée à 500 millions de dinars-or, chiffre que nous avons pris comme base pour nos indices de la circulation. Que le stock monétaire de la même valeur-or soit suffisant pour les transactions après la guerre, malgré la dépréciation considérable de l'or par rapport aux marchandises et malgré le développement économique de toutes les parties du pays se traduisant par un accroissement des échanges, pourrait peut-être trouver une explication dans le fait qu'après la guerre on assiste à un développement rapide des règlements sans emploi de monnaie : comptes-vire-

ments à la Banque Nationale et à la Caisse d'épargne postale. C'est surtout ce dernier établissement, créé après la guerre, qui s'est prodigieusement développé et qui a grandement contribué à répandre l'usage des règlements sans monnaie.

La courbe, représentative des variations de la valeur-or de la circulation fiduciaire, ressemble fort à la courbe du change renversée. C'est que, malgré les accroissements successifs de la circulation, les émissions de billets n'arrivaient pas à neutraliser l'action du change qui réduisait énormément la valeur-or du stock monétaire et par suite aussi son pouvoir d'achat total. Les disponibilités monétaires totales se trouvaient par là considérablement amoindries, provoquant des appels pressants aux ressources du crédit.

Sans prétendre expliquer la crise monétaire des années 1922 à 1925, crise dûe essentiellement au manque de capitaux et à leur mauvaise utilisation, uniquement par cette action du change sur la valeur-or et le pouvoir d'achat total de la quantité de monnaie en circulation et partant de toutes les disponibilités monétaires du marché, on ne peut cependant contester que cette action n'ait pu être extrêmement puissante.

Nous voyons qu'en 1921, notre courbe est bien au-dessus de la moyenne de la série et dépasse même, du moins pendant quelques mois, la valeur-or du stock monétaire que nous considérons comme normale. Nous sommes en pleine inflation. De plus, on sait que, en période d'inflation les billets circulent plus vite. Cette accélération de la vitesse de circulation fait que l'aisance monétaire se maintient, malgré la hausse des prix et malgré le développement des échanges. Les affaires sont prospères, tout le monde se berce de l'espoir que l'essor économique général va continuer indéfiniment.

Cependant, la grande baisse du dinar qui a lieu dans la seconde moitié de 1921 produit ce double effet de faire monter le niveau général des prix et de réduire du même coup presque de moitié la valeur-or de cette masse de papier-monnaie circulant dans le pays. Les nouvelles émissions de billets, pourtant très importantes, ne sont pas en mesure de contrebalancer cette action du change et l'on sent déjà une tension se produire sur le marché monétaire. La pénurie d'argent apparaît déjà en 1922. Si elle n'est pas très grave, c'est grâce à l'influence du rythme haletant de l'inflation. La vitesse de circulation de chaque unité monétaire compense dans une certaine mesure la diminution de la quantité de monnaie évaluée en or. La tension monétaire ne prend pas encore les dimensions d'une crise monétaire. On n'en est pas encore aux taux prohibitifs des années 1923 et 1924. Les ressources du crédit n'ont guère fléchi et le coût des emprunts à court terme se tient dans des limites raisonnables.

En cette période de 1919 à 1922 le taux d'escompte privé varie dans les limites de 7 à 12 %. Puis, peu à peu, les choses changent. L'insuffisance monétaire que l'on constate en 1922 va se transformer en la crise monétaire qui sévira dans les années 1923 et 1924. Pour se faire accorder des crédits, l'on est amené à payer des taux extrêmement élevés. Si dans la première partie de l'année 1923 le loyer des capitaux à court terme ne dépasse pas 24 %, variant entre 20 % et 24 %, il faut déjà payer au moins 24 % et même davantage en 1924.

Il n'est pas besoin d'insister sur ce que signifient ces taux exorbitants à une époque où la monnaie se revalorise continuellement, alors que les prix sont en baisse. En empruntant, on se procure un certain pouvoir d'achat. Or, à l'époque où il faut rembourser l'argent emprunté, son montant représente un pou-

voir d'achat bien supérieur. La même somme de dinars vaut davantage sur le marché des changes et en même temps son pouvoir d'achat se trouve augmenté dans le pays. Cela revient à dire, que le loyer réel de l'argent a été encore plus élevé que son taux nominal ne le donne à croire. Comment placer productivement les capitaux empruntés dans ces conditions ? Nous savons que les prix baissaient sous l'influence du change. Est-ce que dans ces conditions toute activité productrice ne se trouvait pas sérieusement compromise pour ne pas dire illusoire ? Et cependant on applaudissait au redressement du dinar, n'y voyant point de mal.

Rien de surprenant alors que l'on parle de la nécessité d'un accroissement de la circulation. Ce n'est pas le milieu des affaires qui a à souffrir d'une inflation, pourvu qu'elle ne prenne pas les proportions d'un désastre.

A cette époque, de la fin de 1922 à la fin de 1924 nous voyons que la courbe représentative des variations de la circulation exprimée en or se trouve constamment au-dessous de la moyenne. La valeur du stock monétaire est bien inférieure à la valeur que nous supposons normale. De plus cette masse de billets dont la valeur-or a singulièrement diminué perd de son activité. Les billets circulent moins rapidement.

Ce qu'on vient de dire de l'influence de la dépréciation du dinar sur la circulation fiduciaire vaut également pour toutes les autres ressources monétaires dont dispose le marché : dépôts d'épargne et autres moyens bancaires. Les capitaux monétaires ont été sensiblement réduits par les effets de l'inflation. Le marché monétaire a été ébranlé par la trop forte baisse du dinar et a vu, par là, ses ressources de crédit considérablement amoindries. Si les disponibilités totales du marché augmentent en chiffre

absolu, ce n'est pas suffisant pour compenser l'effet produit par l'avilissement de l'unité monétaire, avilissement qui se traduit par une réduction effective de la valeur-or de ces ressources monétaires et de leur pouvoir d'achat vis-à-vis de marchandises dont les prix montent pour se mettre en accord avec la dépréciation extérieure de l'unité monétaire. C'est ici que la théorie quantitative de la monnaie se trouve en défaut, car si elle était aussi infaillible qu'on veut bien le prétendre, le niveau des prix ne devrait pas monter au-delà de ce qu'ordonne l'accroissement du volume des moyens de paiement. Cependant les prix montent, sous l'influence du change, plus que ne l'exige la quantité de monnaie en circulation. Comme l'inflation a touché à sa fin et que le pouvoir d'achat total mis à la disposition des particuliers ne s'accroît plus, il en résulte une contraction des échanges, un ralentissement des transactions et une tension monétaire. Plus tard, quand le change se revalorise, les prix fléchissent et il se produit à la longue un allègement du marché monétaire. L'équilibre rompu entre la masse des marchandises et le volume des moyens de paiement tend à se rétablir.

Pendant la crise, les milieux des affaires ayant besoin de crédit et n'en trouvant pas sur le marché, multiplient leurs appels à la Banque d'émission pour la déterminer à se montrer plus libérale dans sa distribution des crédits. Ils préconisent sinon l'inflation ouverte, du moins de larges octrois de crédits, en invoquant les « besoins du commerce ». Et alors nous voyons les inflationnistes et les déflationnistes aux prises. La Banque invoque la clause du contingent des billets pouvant être mis en circulation (trois fois l'encaisse métallique et réserves de devises). Elle se garde bien de compromettre le redressement du dinar, qui est, semble-t-il, le but suprême de sa politique monétaire, par de nouvelles émissions de billets. Au lieu d'enrayer la hausse du dinar en se portant

acheteur du change à un prix fixé par lui, celui de la stabilisation du change, et d'adoucir ainsi la crise monétaire par suite des émissions de billets gagés qui en seraient résultées, l'institut d'émission persista dans la voie du redressement du dinar, sacrifiant les intérêts économiques à l'idéal monétaire et la réalité à une fiction. En 1925 encore l'on entend cette formule pour le moins bizarre de la *stabilisation de la hausse du dinar*, comme si les deux notions de stabilisation et de hausse du change, ne s'excluaient pas mutuellement. C'est que l'idéal monétaire fascine les esprits à tel point qu'on semble disposé à tout lui sacrifier. Comme si le relèvement du change devait apporter le bien-être à la nation et non pas de nouvelles calamités.

On pourrait dire que l'antinomie a été constante entre la politique de crédit que pratiquait l'institut d'émission et sa politique du change. Car enfin, si la Banque Nationale désirait adoucir la crise de crédit par une distribution de crédits beaucoup plus libérale, elle se heurtait au problème du change; elle risquait de compromettre par là la stabilité ou plutôt la bonne tenue et le redressement du dinar. Si elle limitait son action à la défense du change national et à son relèvement progressif, sa politique cambiste allait franchement à l'encontre de sa politique de crédit en ce qu'elle l'obligeait à des restrictions des crédits accordés, ce qui était pourtant contraire à sa tâche essentielle, déterminée par la Loi organique qui lui ordonne de « subvenir aux besoins du travail économique du pays à l'aide de crédits à courtes échéances ». Cette contradiction n'est cependant qu'apparente : elle tient principalement à ce fait que la circulation monétaire manque d'élasticité, vu que la plus grande partie de billets n'est pas entrée en circulation pour les besoins du commerce, mais pour subvenir aux besoins de l'Etat à court de ressources.

La Banque Nationale paraît avoir été bien inspirée en refusant de s'engager dans la voie de l'inflation en 1922, alors que le sort du dinar était incertain et que sa dépréciation faisait des progrès rapides. Mais au lieu de chercher à réaliser alors une stabilisation monétaire, elle rechercha le redressement du change au prix de très lourds sacrifices. A cet égard il faut désapprouver les restrictions de crédits auxquelles la Banque procéda à plusieurs reprises.

Certes, nous ne sommes pas de ceux qui croient que la Banque Nationale aurait pu consentir à l'économie nationale des crédits beaucoup plus élevés qu'elle ne l'a fait, pour atténuer la crise monétaire (1). On ne doit point oublier que le crédit n'est pas un stimulant efficace pendant la dépression. Laissant pour le moment de côté le problème du contingent des billets en circulation déterminé par la loi, on devrait répondre à la question de savoir si une autre politique de crédit que celle que suivit réellement la Banque Nationale aurait eu pour effet d'écarter toutes ces difficultés monétaires abattues sur l'économie nationale. Les octrois de crédits plus larges, rendus possibles au moyen de nouvelles émissions massives de billets non gagés, auraient-ils été de nature à produire un effet à la fois bienfaisant et durable sur le développement de l'économie ? Les besoins pressants de crédits du milieu des affaires étaient-ils justifiés par la situation du marché, non pas monétaire, mais des marchandises ? S'il ne s'agissait de crédits que pour éviter au marché un ralentissement dans les échanges des biens, alors que la demande de marchandises se trouvait intense, on pourrait dire que la politique de restriction de crédits pratiquée par la Banque était injustement sévère et ne se justifiait pas

(1) Voir en ce sens l'article de M. Nikiforov « La politique monétaire du royaume SCS et ses problèmes » (*Ekonomist*, année V., N° 2), et aussi celui de M. Protić sur *La politique du change* (*Ekonomist*, année V., N° 7).

par la véritable situation des affaires. Mais à cette époque, 1924 et plus tard, la demande des produits était-elle aussi vive ? Une baisse des prix qui se prolonge des mois et des mois, ne signifie-t-elle pas que les acheteurs se dérobent, pour une raison ou pour une autre ? L'augmentation des disponibilités totales du marché monétaire au moyen des émissions des billets peut jouer un rôle utile pendant la prospérité, pour faciliter les transactions, mais non pas si la dépression est persistante. Si le fleuve des affaires, gonflé par l'inflation et la création de revenu nominal doit rentrer dans son lit, que peuvent faire des crédits ? Ils n'ont pas la puissance de suppléer à un pouvoir d'achat réel certainement diminué, ni à subvenir à une demande défaillante. Et cependant ce n'est que le pouvoir d'achat effectif de la population, son revenu réel, ou du moins la partie constituant ses facultés réelles de consommation, qui peuvent servir de support durable au développement de la production. Si cet équilibre économique fait défaut, le crédit sera impuissant à y remédier. La capacité d'absorption du marché intérieur ne peut être augmentée par l'expansion abusive du crédit. Trop souvent, les milieux des affaires demandaient des crédits non pas pour faire écouler les produits ou pour se constituer des capitaux de roulement, mais pour se tirer des embarras financiers où les avaient placés les abus du crédit.

Il importe de souligner que, durant cette crise, les établissements de crédit voyaient augmenter les ressources dont ils disposaient. L'épargne fut encouragée par une série de facteurs, dont le plus important fut sans doute l'abandon de la politique d'inflation. D'autre part, on retirait l'argent placé dans les affaires où son emploi devenait moins rémunérateur au moment où le risque augmentait. D'où un accroissement considérable des dépôts confiés aux Banques.

Cet afflux des capitaux vers les établissements de crédit qui pratiquaient une politique de drainage des disponibilités liquides en servant un intérêt très élevé, va contribuer ultérieurement à l'assainissement du marché monétaire en favorisant le processus de consolidation générale en ce sens que la distribution judicieuse des crédits se fera désormais avec beaucoup plus de discernement.

Voici les chiffres qui montrent l'accroissement des dépôts confiés aux établissements de crédit (dépôts sur livrets et dépôts en comptes-courants pris ensemble).

Année	Millions de dinars
1923	3581.5
1924	4652.2
1925	5832.5
1926	7474.2
1927	7551.7
1928	8410.7

D'autre part voici le développement du portefeuille des effets escomptés (sans réescompte) par les banques privées :

Année	Millions de dinars
1923	1936.8
1924	2181.6
1925	3204.1
1926	3993.3
1927	4226.9
1928	4893.5

Ces chiffres illustrent clairement le processus d'assainissement du marché monétaire. On met à la disposition des milieux d'affaires non pas des « crédits d'inflation », mais des capitaux provenant de l'épargne.

Il va de soi, que le problème de nouvelles émissions se poserait d'une façon bien différente, si la Banque avait en vue dès 1922 la stabilisation prompte

du change sans chercher à le relever outre mesure (1). Devant la tendance à la hausse du dinar, elle aurait été amenée à émettre des billets, mais ces billets auraient été gagés par des devises achetées qui lui auraient servi comme réserves pour maintenir stable le niveau du change. La baisse des prix n'aurait pas eu lieu, ou pas dans cette proportion et les exportations auraient été encore plus actives, si bien que la dépression ne se serait pas produite, ou du moins aurait été moins accusée, de sorte que les billets émis auraient servi à faciliter les échanges. La crise aurait été ainsi conjurée. Nous savons par les exemples de l'Allemagne et de l'Autriche, que les émissions très importantes ayant eu lieu après la stabilisation du change n'ont aucunement eu pour effet de faire monter les prix, ni de compromettre la stabilisation elle-même. La circulation fiduciaire aurait ensuite progressé suivant le rythme des affaires et la crise monétaire se serait trouvée évitée. La Banque Nationale aurait ainsi contribué à l'assainissement du marché monétaire et à la consolidation de l'économie nationale.

Nous croyons fermement qu'il aurait fallu stabiliser sinon déjà vers la fin de 1922, du moins en automne 1924. On dut cependant attendre jusqu'en été 1925 pour voir s'effectuer la stabilisation du dinar.

(1) Voir l'art. déjà cité de M. Belin « Notre circulation monétaire » dans l'*Ekonomist*, année IV, N° 11. « Tout accroissement de la circulation n'est pas et ne peut être une inflation », observe-t-il judicieusement.

CHAPITRE IV.

VERS L'ASSAINISSEMENT DEFINITIF

SECTION PREMIÈRE.

Stabilisation de fait du dinar.

Nous venons de voir la marche qu'a poursuivie le dinar vers son redressement en dépit de rechutes répétées. Nous avons visé à mettre en lumière les principaux effets de cette revalorisation de la devise yougoslave sur l'économie du pays. On a pu constater que la revalorisation du change marque un temps d'arrêt dans le développement normal de l'activité productrice du pays et même à certains égards une répression. La hausse du change national, qu'on avait tant désirée, avait pourtant fini par exaspérer ceux dont les intérêts étaient directement lésés par le relèvement trop poussé du cours du dinar, et leurs récriminations faisaient entendre une note dissonante dans cette allégresse quasi-universelle. D'une façon générale, on peut dire qu'à la satisfaction presque unanime des premiers temps du redressement du change succéda bientôt la division des esprits. Finalement l'opinion se trouva partagée en revalorisateurs et stabilisateurs, dont les polémiques tendaient à faire prévaloir l'une ou l'autre des thèses en présence. Cependant les méfaits de la revalorisation étaient devenus si évidents que l'opinion pu-

blique en fut vivement émue; la presse se fit l'interprète de ce changement d'esprit. C'est surtout depuis le commencement de 1925 que les mécontents se font de plus en plus nombreux. On réclame avec insistance l'arrêt de la hausse du change et on préconise de tout mettre en œuvre pour stabiliser le dinar au niveau déjà atteint. Le retour à la stabilité monétaire devient le mot d'ordre général. Les exportations se ralentissant toujours davantage à chaque mouvement de hausse du dinar, c'étaient surtout les exportateurs qui se voyaient menacés dans leur activité et qui donnaient le signal d'alarme. A chaque nouvelle poussée de hausse leur position devenait plus difficile, de sorte qu'il est aisé de comprendre leur insistance en faveur de l'arrêt du relèvement du dinar, pour éviter de compromettre leurs intérêts vitaux tout aussi bien que ceux de la nation toute entière. Ils faisaient valoir avec raison que les considérations économiques devaient l'emporter sur les ambitions monétaires. Et de plus en plus l'opinion se faisait jour que les effets d'un redressement trop poussé du change étaient tout aussi redoutables que les conséquences de la trop brusque dépréciation de l'unité monétaire. On commençait à se rendre compte des dangers auxquels on exposait le pays en subordonnant les intérêts bien compris de l'économie nationale aux rêves fantaisistes d'un idéal monétaire quasi irréalisable. On était bien obligé de reconnaître que la revalorisation progressive du dinar ne pourrait s'effectuer qu'au prix de sacrifices sans nombre et de bouleversements sans fin. L'évolution de l'opinion a été assez lente, mais le bon sens a finalement triomphé. On ne désirait plus de *monnaie forte*; on voulait une *monnaie stable*. On s'empressait de revenir enfin à la monnaie saine, à la monnaie possédant la qualité essentielle d'un étalon de valeur, à savoir la fixité aussi grande que possible de sa valeur. En un mot,

on commença à dénoncer les méfaits de l'instabilité monétaire, et les dangers de la revalorisation, tout en vantant, d'autre part, les vertus de la stabilisation et les bienfaits de la stabilité. Car, après tout, comme on l'a dit, il ne s'agissait point de choisir entre la revalorisation progressive et la stabilisation immédiate avec dévaluation définitive, mais bien plutôt de faire un choix entre l'instabilité et la stabilité monétaires (1).

C'est ainsi que nous assistons, durant la première moitié de cette année 1925 qui vit s'effectuer la stabilisation du dinar, à une évolution des esprits vers la seule solution raisonnable. Nous voyons qu'en été 1925 la grande majorité de l'opinion réclamait la stabilisation du change. C'est alors que les facteurs officiels du Ministère des Finances et les dirigeants de la Banque Nationale d'émission, se ralliant aux vues des stabilisateurs, tombèrent d'accord quant à la politique monétaire à suivre et décidèrent enfin de ne plus laisser le dinar osciller que dans les limites très étroites fixées d'avance. Ces limites devaient par la suite se rétrécir toujours davantage pour rendre à l'unité monétaire yougoslave le caractère d'une monnaie parfaitement stable.

Après quelques tâtonnements, inévitables au début d'une opération aussi importante, qui se prolongèrent cependant assez longtemps, le cours du dinar fut stabilisé à un niveau qui fut désormais maintenu d'une façon définitive. A l'encontre de ce que fit plus tard la Banque de France, vers la fin de 1926, en faisant publiquement savoir qu'elle allait acheter les devises qui s'offraient sur le marché toutes les fois que le franc tendrait à monter au-delà d'une limite fixée d'avance par elle, et en vendra chaque fois que se produirait une baisse du franc,

(1) Voir le beau volume sur *La stabilité monétaire de la Deuxième Semaine de la monnaie*, Paris 1926.

faisant fléchir le cours au-dessous d'une limite fixée également par elle, la Banque Nationale de Yougoslavie a cru opportun de ne pas s'engager publiquement à défendre le dinar contre la spéculation à la hausse ou à la baisse, à un taux définitivement fixé par elle. La stabilité de la monnaie était considérée à tort comme une affaire intéressant plus le Gouvernement ou du moins le Ministère des Finances (lequel n'avait pas désarmé tout à fait ni renoncé définitivement à une revalorisation ultérieure) que l'Institut d'émission. La Banque était censée agir en cette matière pour le compte de l'Etat, lequel avait à subir les risques éventuels des opérations effectuées dans ce but. Par conséquent ce n'est que de façon rétrospective qu'on peut établir que le dinar fut stabilisé à un niveau correspondant à l'indice 1096 pour le dollar. Cependant, le dinar ne fut pas stabilisé par rapport au dollar, ni à la livre sterling, comme on aurait pu s'y attendre, mais par rapport au franc suisse : la valeur du dinar se trouvait en fait fixée à 9.125 centimes suisses, à peu près, ce qui correspond à un cours de 1.76 dollars pour 100 dinars, ou encore au cours de 276 dinars pour une livre.

C'est pourquoi on ne peut dire exactement le jour où le dinar fut stabilisé. Pratiquement, il suffit d'indiquer le mois à partir duquel commence l'ère de la stabilité du change. On peut admettre que les variations du change, telles que nous les avons connues auparavant, cessent dès le mois de juillet 1925, dès que le Ministère des Finances se décide à réprimer la tendance à la hausse du dinar et à stabiliser le change.

Cette stabilisation de fait de la devise yougoslave dure encore actuellement. Pendant ces quelques années le cours du dinar a fait preuve d'une très grande stabilité. Comme la place de Zurich a une impor-

tance traditionnelle pour la valeur internationale du dinar, nous donnons ici les cours maxima et minima du dinar suivant la cote de la bourse de Zurich (1).

Année	Valeur du dinar en centimes suisses	
	Maximum	Minimum
1926	9.179	9.1001
1927	9.139	9.12
1928	9.14	9.125
1929	9.13	9.123

On voit que les oscillations du cours du dinar pendant cette période de la stabilisation de fait ont été minimales et que la marge des variations est allée en se rétrécissant toujours davantage.

Nous avons déjà vu, dans le chapitre précédent, que le dinar avait atteint, en été 1925, un niveau incompatible avec celui des prix intérieurs, et que ceux-ci fléchissaient sous la pression de la revalorisation du change en provoquant une dépression qui s'est prolongée bien au-delà de la période du redressement et n'a pris fin que grâce à la stabilisation du change. Répétons ici que ce n'est qu'au prix d'une crise grave que ce taux a pu être maintenu. En ce qui nous concerne, nous avons l'impression que le dinar a dû être stabilisé à un niveau sensiblement plus bas, aux environs de 7 ou 7.50 francs suisses pour 100 dinars. Evidemment, cette stabilisation aurait dû avoir lieu en temps opportun, c'est-à-dire à l'époque où le dinar se tenait à ce niveau, en automne 1924.

Notons ici à titre de comparaison que la stabilisation du franc français fut précédée d'un mouvement très fort de revalorisation mais qui ne dura que cinq mois et qui ramena le niveau des prix de gros vers la fin de l'année 1926 à peu près à la même hauteur qu'au commencement de cette année, avant la crise des changes de l'été 1926; au contraire la revalorisa-

(1) Voir le *Bulletin de la Banque Nationale*, 1930, N° 2.

tion du dinar, précédant la stabilisation de fait, se prolongea deux ans et demi et abaissa tellement le niveau des prix de gros qu'ils se retrouvèrent en 1926 les mêmes qu'en 1922. C'est sans aucun doute cette revalorisation excessive qui fut la cause essentielle de la crise qui s'abattit sur le pays.

En ce qui concerne les conditions générales dans lesquelles fut réalisée cette stabilisation de fait du change yougoslave on peut dire qu'elles étaient assez favorables au dinar. Il faut souligner avant tout qu'il est incomparablement plus facile de stabiliser le change quand la tendance générale est à la hausse, comme ce fut le cas ici, que lorsque la monnaie nationale est entraînée dans un mouvement de baisse.

Sans entrer dans les détails, nous dirons quelques mots des facteurs qui étaient la condition de la réussite de l'opération. Si nous adoptons à cet effet le schéma utilisé par le Comité d'experts dans leur rapport sur la stabilisation du franc, rapport que le professeur Bajkic appelle « l'évangile de la stabilisation », nous voyons tout d'abord, que les conditions de la stabilisation de fait d'un change déprécié sont d'ordre moral d'une part, et d'autre part de caractère technique.

Au point de vue moral, il est certain que la confiance dans l'avenir du dinar avait été rétablie dans le pays comme à l'étranger. Cette confiance de l'étranger tournait cependant au préjudice du dinar, car il devenait l'objet de la spéculation internationale qui cherchait à réaliser des gains sur la hausse du change yougoslave. Il en résulta au cours de 1925 un afflux de devises qui accentua le mouvement de redressement.

Au point de vue technique, il n'en est pas ainsi. Il est vrai que l'équilibre de la balance des comptes a dû être à peu près rétabli à cette époque, grâce surtout aux excédents de la balance commerciale,

qui était redevenue active à la suite d'intenses exportations, mais cet équilibre avait quelque chose de précaire restant fonction des rendements des récoltes et des possibilités d'écoulement de nos principaux articles d'exportation sur les marchés internationaux, à des prix rémunérateurs. L'offre de devises qui poussait le dinar à la hausse ne provenait cependant pas toujours de l'actif du commerce extérieur ou d'un autre poste actif de la balance des comptes. Une bonne partie de ces devises s'offraient, disions-nous, dans un but de spéculation; une autre partie représentaient des crédits étrangers mis à la disposition de l'économie yougoslave d'une façon temporaire.

En ce qui concerne le budget, on peut dire qu'il avait retrouvé son équilibre, grâce à l'augmentation des recettes provenant des impôts. On réussit à maintenir le budget en équilibre, en dépit de certaines difficultés qui avaient leur source dans le passé récent. Il est vrai que toutes les dépenses n'entraient pas dans le budget, l'Etat s'évertuant à ajourner autant que possible les échéances de certains paiements, malgré les protestations de ses créanciers. Mais l'essentiel était l'abandon définitif de la politique d'inflation, les déficits budgétaires possibles ne donnant plus lieu à des avances de l'institut d'émission. D'autre part, les recettes avaient progressé d'une façon très satisfaisante. Quant à l'équilibre de la trésorerie, on peut dire que, fort heureusement, le Trésor yougoslave n'a pas eu à faire face à une dette flottante de dimensions inquiétantes et que les difficultés de la trésorerie n'ont jamais pris de proportions redoutables. Dans la mesure du possible, l'Etat a préféré être taxé de mauvais payeur que de compromettre l'équilibre budgétaire et par là même, le sort de la monnaie nationale.

A l'époque où le dinar fut stabilisé, on ne connais-

sait pas exactement le montant définitif de nos engagements extérieurs, ceux-ci n'ayant point encore été réglés. Les dettes extérieures représentaient en effet une inconnue de notre balance des comptes au sujet de laquelle on avait exprimé de vives craintes, qui cependant s'avérèrent plus tard comme mal fondées.

Ainsi donc, toutes les conditions techniques requises n'étaient pas entièrement satisfaites, mais la stabilisation n'en fut pas moins couronnée de plein succès, tant il est vrai que c'est surtout le facteur moral qui joue en cette matière le rôle primordial (1).

Il importe, en outre, de faire ressortir que la stabilisation de fait du dinar a été réalisée par des moyens nationaux, sans qu'on ait eu à recourir à l'aide de l'étranger. En effet, ce n'est que plus tard qu'on dut faire appel à des crédits extérieurs pour consolider les résultats déjà acquis ou plutôt pour se prémunir contre une nouvelle baisse du dinar, qu'on avait des raisons de craindre. La Banque Nationale réalisa également des accords avec les principaux instituts d'émission étrangers, accords destinés à faciliter sa tâche dans l'œuvre de la stabilisation monétaire.

Par contre, la stabilisation légale du dinar paraît étroitement liée à la réalisation d'un grand emprunt extérieur. Si la stabilisation de droit de la monnaie yougoslave se laisse attendre, c'est que l'Etat n'a pas réussi jusqu'à présent à conclure un emprunt de stabilisation à des conditions acceptables.

Après avoir exposé ces généralités, touchant la stabilisation du change yougoslave, passons rapidement en revue d'abord les moyens qui furent mis en œuvre pour assurer la stabilité du dinar, puis le fonctionne-

(1) Signalons en passant, qu'au moment où le franc français subissait des fléchissements répétés qui aboutirent à la crise des changes de l'été 1926, M. Caillaux, un des nombreux ministres des finances de cette époque, s'enquit des conditions dans lesquelles avait été réalisée la stabilisation du change yougoslave.

ment du régime de la stabilisation de fait pour dire enfin quelques mots du processus de consolidation de l'économie nationale à la faveur de la stabilité monétaire.

§ 1. — *Moyens mis en œuvre pour assurer la stabilité du change.*

La stabilisation du dinar a été réalisée et maintenue par les efforts conjugués du Ministère des Finances et de la Banque Nationale d'émission (1). Absorbée par d'autres problèmes, la Banque Nationale resta assez longtemps un observateur quasi passif abandonnant le dinar à son sort, ou plutôt s'en remettant à l'Etat, de sorte que, par suite de cette carence de l'Institut d'émission, la tâche de la défense du change national incombait presque entièrement à l'Inspectorat général du Ministère des Finances. Il est vrai que même auparavant, en 1921 et 1922, la Banque d'émission se livrait à l'achat et à la vente des moyens de paiement étrangers, mais elle le faisait presque uniquement pour le compte de l'Etat, ces opérations ayant pour but non pas d'assurer la stabilité de la monnaie, mais d'approvisionner l'Etat en moyens de change pour ses paiements à l'extérieur. Elle organisa rationnellement l'approvisionnement de l'Etat en devises en évitant que celui-ci ne fut contraint d'effectuer de gros achats de change aux époques critiques et procéda aussi à des interventions à la bourse suivant les ordres du Ministère des Finances. La Banque Nationale était tenue notamment à acheter le tiers des devises provenant des exportations.

(1) Ce n'est pas un des moindres mérites du Ministre des Finances M. Stojadinović d'avoir réussi à attirer l'Institut d'émission vers le marché des changes et à le décider à prendre une part active dans les opérations de devises. La Banque assumait ce nouveau rôle au cours de 1923 et s'en acquitta avec succès.

Il n'entrait pas alors dans ses préoccupations de satisfaire les besoins du change des particuliers. Ce n'est qu'à partir de 1923 que les interventions se coordonnent et visent principalement à affermir la position de l'unité monétaire en agissant systématiquement sur l'offre et la demande des moyens de paiement étrangers. Malheureusement, jusqu'en 1925, ces interventions de la Banque Nationale n'étaient effectuées que dans un sens; empêcher le fléchissement du cours du dinar. Quant aux mouvements de hausse, la Banque inclinait plutôt à les favoriser, voire même à les encourager. Elle réussit, en effet, à épargner au dinar des chutes profondes, tout en cherchant à contribuer à son redressement. C'est que l'institut d'émission était tout aussi imbu de l'importance de la politique de l'amélioration du dinar que les milieux officiels. Cependant, fort heureusement, ses conceptions évoluèrent bientôt et il devint plus tard le champion de la stabilisation.

La *politique de devises*, grâce à laquelle le change put jouir à partir de 1925 d'une stabilité parfaitement normale, trouve ses racines dans cette collaboration intime du Ministère des Finances et de la Banque Nationale. Elle commence à être pratiquée dès 1923. Cependant, durant cette année et jusqu'en été 1925, la politique de devises est mise au service du but suprême — relèvement du change national. Ce n'est qu'après et à la longue que la politique de devises deviendra en quelque sorte le synonyme de la stabilisation du change. Cette évolution heureuse est visible si l'on consulte les rapports annuels successifs de la Banque Nationale. C'est ainsi que dans celui de l'année 1923 on peut lire : « Les opérations les plus importantes que la Banque ait effectuées sur les devises l'année dernière, ont été les achats du tiers des devises provenant des exportations, suivant le Règlement sur les devises, et l'approvisionnement

du marché du change et de l'Etat par les moyens de paiement étrangers nécessaires. Par l'achat de devises provenant des exportations on a réussi à constituer et à maintenir à la Banque pendant toute l'année, une belle quantité de devises, qui ont permis de mettre à la disposition de l'Etat, lors de l'échéance de ses paiements, les devises nécessaires; de la sorte l'Etat n'est pas obligé de paraître sur le marché en effectuant de gros achats au moment même où ses besoins de change apparaissent, et évite de détériorer par ces achats mal placés le cours du dinar. D'autre part, avec cette réserve, en accord avec le Ministère des Finances, la Banque a alimenté le marché en devises étrangères quand les besoins s'en sont fait sentir et quand elles faisaient défaut. Le travail de la Banque en cette matière va se continuer cette année dans la même direction, puisqu'on a constaté son incontestable utilité pour les besoins de la circulation et du commerce, aussi bien pour l'Etat que pour la valeur du dinar ».

Cependant on ne devrait pas en conclure que la Banque était animée du désir d'éviter les fluctuations de la valeur internationale du dinar. Car, le compte-rendu du Conseil d'administration de la Banque conclut tout autrement : « Par la *stabilisation* de la situation internationale et la *stabilisation* de la situation politique à l'intérieur du pays, on crée une des principales conditions pour notre prospérité économique et pour l'*amélioration* de la valeur de notre monnaie » (1). On est, à la vérité, quelque peu déçu de voir qu'après avoir invoqué les deux stabilisations politiques, extérieure et intérieure, le rapport conclut néanmoins à la nécessité de l'amélioration du change, c'est-à-dire à l'*instabilité monétaire*. Manifestement, on est fasciné par l'idéal du redressement

(1) C'est nous qui soulignons.

monétaire après les chutes du dinar dont le souvenir est encore très vivant.

Le rapport pour l'année 1924 que le Conseil d'administration présenta à l'assemblée des actionnaires *en mars* 1925, à la veille de la stabilisation de fait, est encore animé du même esprit franchement revalorisateur. On y lit : « Le dinar s'améliore d'une façon constante et la cause de cette amélioration peut être trouvée dans la stabilisation de notre situation économique, dans la stabilisation et l'amélioration de nos finances publiques et dans l'accroissement continu du travail dans notre pays. Lorsqu'à ces facteurs viendra s'associer l'accroissement de l'ordre général et de la sécurité, alors seulement on pourra compter que nous marchons d'un pied ferme dans la voie de l'amélioration du dinar ». Soulignons en passant que le rapport parle de la stabilisation de notre situation économique au moment même où la crise de revalorisation bat son plein. Faisant allusion aux exigences de la stabilisation du change qui se multipliaient de plus en plus, le rapport s'exprime en ces termes : « Ce n'est que par le travail coordonné des finances publiques et privées que l'on peut réussir à maintenir de façon durable l'amélioration continue et progressive de sa valeur ». On ne peut parler en termes plus clairs. A la veille de la stabilisation les dirigeants de la Banque Nationale sont résolument et délibérément revalorisateurs. On va même jusqu'à forger une expression curieuse : « stabilisation de l'amélioration du dinar ».

Nous trouvons cependant un tout autre ton dans le rapport se référant à l'année 1925 qui fut présenté à l'assemblée des actionnaires en mars 1926. Sans la moindre crainte de contradiction le Conseil d'administration écrit : « Nous vous avons fait remarquer, dans le rapport pour l'année 1924, que les opérations de devises deviennent pour la Banque de

plus en plus importantes et que la Banque s'affirme, par sa politique de devises, le facteur de plus en plus puissant en ce qui concerne le cours du dinar et sa stabilisation ». Cette fois-ci on se félicite de constater qu'il ne s'agit plus de la stabilisation de la hausse du change, mais la stabilisation tout court.

On trouve dans ce même rapport un historique de la politique de devises auquel nous empruntons quelques renseignements.

Disons tout d'abord que la politique de devises n'est pas une invention de l'époque d'après guerre. Déjà bien avant 1914, la Banque d'Autriche-Hongrie, dont les billets n'étaient pas directement convertibles en or, pratiquait ces opérations de devises en connexion avec sa politique d'escompte et maintenait ainsi le cours de la couronne à un niveau parfaitement stable. La politique de devises est intimement liée à la politique de stabilisation d'une monnaie qui n'est pas basée sur l'or au moyen d'une convertibilité fonctionnant sans aucune entrave. Elle constitue un des rouages essentiels du mécanisme qui sert de support à la stabilité du change dans les pays ne vivant plus sous le régime pur de l'étalon or, en assurant la convertibilité des billets en valeurs utilisables à l'égal de l'or pour les règlements internationaux. Cette pratique s'est généralisée depuis la guerre dans les pays dont le change fut déprécié et qui ne pouvaient retourner aussitôt au régime de l'étalon or tel qu'il était avant la guerre.

Pour garantir le change contre les fluctuations, on charge un organisme de veiller au maintien de la stabilité en pratiquant cette politique de devises. L'organisme à qui incombe cette tâche doit être doté d'un stock de devises assez important pour satisfaire à toutes les demandes de change, au cas où l'offre normale de devises ne serait pas suffisante, et aussi pour

déjouer les tentatives toujours possibles de la spéculation, dont le but est de provoquer de nouvelles oscillations du change. La plupart du temps, cet organisme sera l'institut d'émission. Celui-ci devra disposer d'une réserve de devises telle qu'il puisse dominer à tout moment le marché des changes et empêcher des variations trop larges de la valeur de l'unité monétaire. Etant le maître incontesté des cours des changes étrangers, il lui suffira le plus souvent de ne procéder à des interventions effectives qu'au cas où l'on verrait se dessiner des mouvements dans le sens de la baisse ou de la hausse de nature à porter les cours en dehors des limites fixées. Il va de soi qu'il lui serait loisible de pratiquer des opérations de change de façon régulière et dans des conditions normales. Il reste néanmoins que sa tâche essentielle consistera en ce qu'il devra absorber toutes les quantités de devises offertes sur le marché ou encore mettre à la disposition du marché toutes les quantités de devises demandées, toujours à des cours fixées par lui de telle façon que ces cours puissent jouer le rôle des gold-points dans le cas des monnaies-or.

Le professeur W. Oualid définit cette politique de devises en disant qu'elle « exige la possession de ressources fournissant une masse de manœuvre susceptible de déjouer les inévitables à-coups de la spéculation ». En outre, dans les pays dont le commerce international présente un caractère saisonnier accentué et dont la balance des comptes, tout en étant en équilibre si l'on considère l'année dans son ensemble, accuse souvent au cours d'une même année soit des excédents appréciables, soit des déficits importants, comme c'est surtout le cas des pays agricoles, de la Yougoslavie notamment, la politique de devises aura encore pour tâche *normale* de régulariser l'offre et la demande des moyens de paiements

étrangers en ce sens qu'elle soustraira les cours du change aux influences de la situation momentanée de la balance des comptes. La Banque d'émission, chargée de veiller à la stabilité du change, absorbera les quantités de devises offertes toutes les fois que leur afflux, grâce aux excédents de la balance des comptes, ou encore par suite des placements nouveaux en capitaux, dépassera la demande de moyens de paiement étrangers, évitant qu'une offre massive de devises ne provoque une ascension du change national. Cette absorption de devises se traduira pour la Banque par un accroissement de la circulation, dans le cas où la Banque payera ses devises en émettant directement des billets, ou encore par un gonflement des comptes courants créditeurs des particuliers, au cas où elle inscrira sur ses livres la contre-valeur en monnaie nationale des devises ainsi achetées, ce grossissement des engagements à vue de la Banque pouvant également donner lieu, le cas échéant, à des émissions de billets effectifs. De cette façon, la Banque verra augmenter son stock de devises qui lui servira au moment où la situation se renversera. En effet, quand la situation inverse se présentera, quand l'afflux de devises aura diminué, alors que la demande du change serait aussi intense ou se trouverait même accrue, cette réserve de devises sera utilisée pour satisfaire tous les besoins de moyens de paiement étrangers et maintenir ainsi la stabilité du change. C'est ce rôle régulateur qui constitue l'essentiel de la politique de devises.

Quand on décida de stabiliser le dinar en 1925, ce rôle régulateur fut confié à la Banque Nationale qui avait acquis certaines expériences en cette matière, pour avoir déjà pratiqué, comme nous venons de le voir, la politique de devises, à des fins autres que la stabilisation du change, il est vrai, puisqu'elle visait avant tout au redressement du dinar. Et ce n'était

que très naturel, car l'institut d'émission était seul à disposer des moyens nécessaires pour mener à bonne fin cette action importante.

Lorsque la Banque Nationale assumait cette tâche de défendre le change national, elle chercha bientôt à légaliser cette situation de fait, afin d'éviter de se voir un jour dans l'obligation d'enfreindre la Loi qui réglait son activité. En achetant des devises elle pouvait notamment être amenée à émettre plus de billets qu'il ne lui serait permis suivant les prescriptions concernant son contingent ordinaire. Nous savons que la Loi sur la Banque Nationale énumère strictement les conditions de l'émission des billets (1).

En dehors de son contingent extra-ordinaire constitué par les billets émis pour le compte de l'Etat et dont l'émission est réglée par des dispositions spéciales de la Loi, la Banque ne peut émettre de billets que dans des limites strictement fixées : son contingent ordinaire ne doit jamais dépasser le montant de l'encaisse métallique multiplié par trois. Or, la politique de devises pouvait facilement amener la Banque à des émissions telles qu'elles pourraient être considérées comme contraires aux dispositions formelles de la Loi. La convention de 1921 ne pouvait plus prémunir la Banque contre de telles éventualités, d'autant plus que le bruit avait couru que les billets émis pour l'achat de devises n'entraient pas dans le volume de la circulation tel qu'il était publié tous les huit jours par l'institut d'émission. Quoique ces affirmations fussent sans fondement et fussent peut-être tendancieuses, la Banque tenait à voir réglée par une loi son activité en matière de la stabilisation du change.

Ce but fut atteint par une interprétation législative de l'article 20 de la Loi organique, insérée dans

(1) Remarquons en passant que l'institut d'émission yougoslave ne connaît pas de « plafond ».

la Loi des douzièmes provisoires pour les mois de décembre 1925 et janvier, février et mars 1926, loi qui fut votée le 30 novembre 1925. Ce texte important est ainsi conçu : « Les billets émis pour l'achat des lettres de change et des chèques sur les marchés étrangers, ne sont pas compris dans le contingent ordinaire que la Banque est autorisée à émettre pour ses opérations, si les achats ci-dessus sont effectués pour le compte de l'Etat ». D'autre part, cette même Loi des douzièmes provisoires contient encore une autre disposition importante, concernant la politique des devises. Voici ce qu'on lit dans l'article 14 de la dite Loi : « Dans le but d'une meilleure protection et d'un affermissement du change national, le Ministre des Finances est autorisé, après avis conforme du Conseil des Ministres, à procéder à la conclusion d'une convention avec la Banque Nationale concernant l'achat et la vente de devises et des chèques sur les places étrangères pour le compte de l'Etat, en prenant comme base la Loi sur la Banque Nationale. Dans le même but le Ministre des Finances est autorisé, après avis conforme du Conseil des Ministres et de concert avec la Banque Nationale, à fixer à des dates déterminées le montant que doit accuser le stock de devises à la Banque Nationale ».

Ces deux textes, à côté des prescriptions toujours en vigueur obligeant les exportateurs à céder à l'Etat le tiers de devises dont ils se sont rendu possesseurs de par leurs ventes à l'étranger, se trouvent à la base de la politique de devises que la Banque d'émission put poursuivre désormais sans crainte de voir son action taxée d'illégalité (1).

En dehors de ces mesures il faut mentionner à part que la Banque Nationale chercha à fortifier sa position et celle du change national en se faisant accor-

(1) Voir l'article de M. Krajač, ancien ministre du Commerce, dans *Bankarstvo*, janvier 1926.

der des crédits extérieurs, ce qui lui permit de traverser sans danger certaines situations périlleuses qui faillirent ébranler de nouveau le cours du dinar.

Avant d'examiner le fonctionnement du régime de la stabilisation de fait en étudiant les fluctuations du portefeuille de devises de la Banque Nationale, il est intéressant de voir quelle ampleur ont prise les opérations de devises pratiquées par la Banque. Le total de ces opérations s'est développé prodigieusement. Chaque année marque un nouveau record. Il importe de remarquer que le chiffre pour l'année 1921 se rapporte aux opérations effectuées exclusivement pour le compte de l'Etat; les chiffres de 1922 et 1923 font ressortir les opérations effectuées principalement pour le compte de l'Etat, tandis que ceux des années suivantes ont trait aux opérations où la part de l'Etat n'est plus aussi élevée qu'auparavant; tout ceci est en rapport étroit avec les étapes de la politique de devises.

Année	Total des opérations de devises en millions de dinars
1921	1.076
1922	4.562
1923	7.977
1924	12.215
1925	17.557
1926	18.119
1927	20.570
1928	24.777
1929	31.533

§ 2. — *Fonctionnement du régime de la stabilisation de fait.*

La politique de devises qui est à la base de ce régime provisoire de la stabilisation de fait nécessite l'existence d'une réserve de devises suffisante pour

surmonter toutes les difficultés qui pourraient mettre en péril la stabilité du change. Il est impossible de fixer avec précision et une fois pour toutes la quantité de devises, indispensable pour parer à toutes les éventualités. Les principaux périls qui menacent le change dont la stabilité n'est qu'une situation de fait sont de deux sortes :

1) les attaques toujours possibles de la spéculation, danger que l'on peut pratiquement négliger puisqu'il est facile d'en venir à bout si l'on dispose d'une masse de manœuvre de quelque importance;

2) d'une part les déficits budgétaires qui aboutissent à l'inflation ou laissent prévoir une reprise de l'inflation avec toutes ses conséquences, d'autre part les déficits de la balance des comptes qui se traduisent par une diminution de l'entrée de devises étrangères dans le pays et aussi par une réduction du stock de devises détenu par l'institut d'émission.

Bien entendu, seuls ces derniers facteurs, situation budgétaire et état de la balance des comptes, sont décisifs pour le sort de l'unité monétaire, le danger de la spéculation n'existant que dans la mesure où celle-ci trouve sa justification dans l'action de ces facteurs mêmes. Les prévisions qui jouent un rôle si important en cette matière doivent trouver un support également dans les facteurs objectifs.

En ce qui concerne le budget yougoslave, bien qu'on ne puisse prétendre qu'il ait toujours été parfaitement équilibré au cours de ces dernières années, on doit néanmoins admettre que la situation budgétaire n'a exercé aucune influence défavorable sur le cours du dinar. A cet égard, il est permis de dire que le développement des finances publiques de la Yougoslavie peut être estimé comme très satisfaisant, de sorte qu'on peut envisager l'avenir avec sérénité.

Pour ce qui est de la balance des comptes, il est plus difficile de se former une opinion exacte. On

sait que la balance des comptes d'une année comprend « l'ensemble des créances et des dettes nées de l'échange de marchandises et de services dans l'année considérée, ainsi que celles résultant d'opérations antérieurement effectuées, mais donnant lieu normalement à règlement, en intérêts ou capitaux, dans ladite année. Il s'en suit que les placements nouveaux en capitaux n'y figurent pas, mais s'inscrivent dans la balance des règlements qui est toujours en équilibre par définition » (1). S'il est difficile de préciser par des chiffres les divers éléments de la balance des comptes de la Yougoslavie et leurs fluctuations (2), il est possible d'en avoir une idée approximative d'une façon indirecte. En suivant les variations du stock de devises en possession de la Banque Nationale on peut tirer des conclusions sur l'état de la balance des comptes aux époques considérées. Les excédents soit passifs, soit actifs de la balance des comptes se traduisent normalement par une diminution ou par une augmentation de la réserve de devises dont dispose l'institut d'émission (3). Il ne peut en être autrement, puisque cette réserve de devises ne doit servir qu'à cette fin de couvrir les déficits éventuels ou d'absorber les excédents actifs de la balance des comptes. A défaut de l'action régulatrice de l'or, ce n'est que de cette façon que le change peut être préservé de l'action subite de quelques facteurs fort variables qui arrivent rapidement à changer l'aspect de la balance des comptes pour une courte période de temps.

Pour un pays dont le commerce extérieur présente de très grandes variations au cours d'une même

(1) Aftalion, *Prix, monnaie et change*, p. 257-9.

(2) Voir pourtant l'étude déjà mentionnée de MM. Tošić, Vagner, Rudčenko et Strekacev ayant trait à l'année 1926.

(3) Nous disons « normalement », car le résultat peut être entièrement faussé par les placements nouveaux en capitaux ou par le retrait des sommes déjà placées.

année et dont la balance des comptes dépend presque exclusivement de la balance commerciale, comme c'est le cas de la Yougoslavie, l'offre et la demande des moyens de paiements étrangers suit un rythme très irrégulier, cette irrégularité étant d'autant plus grande que la concordance entre les mouvements des exportations et ceux des importations est moins accusée. Ici, la politique de devises aura pour tâche la répartition rationnelle dans le temps des moyens de change dont dispose l'économie nationale. De plus, et ceci est d'une très grande importance, dans les pays dont la balance des comptes présente des changements considérables d'une année à l'autre, dans le cas de variations du commerce international qui dépassent les limites d'une seule année, la politique de devises devra servir encore au nivellement de l'offre et de la demande des moyens de paiements étrangers par le drainage de devises dans les bonnes années et par leur utilisation rationnelle durant les années déficitaires; toujours dans le but de maintenir la stabilité du change.

On devrait donc examiner attentivement les fluctuations du portefeuille de devises de la Banque Nationale pour se rendre compte du fonctionnement effectif de la politique de devises; cet examen servira également à se former une idée de ce qu'a été la balance des comptes de la Yougoslavie pendant l'ère de la stabilisation. Toutefois, comme il y a eu au cours de toute cette période des mouvements de capitaux très importants, les fluctuations normales du portefeuille de devises de la Banque qui tiennent à l'état de la balance des comptes en ont été grandement influencées. Les sommes réalisées au moyen des emprunts extérieurs et les montants des placements nouveaux en capitaux que l'étranger a effectués en accordant des crédits divers sont venu grossir la réserve de devises de la Banque Nationale ou bien

plutôt combler les déficits de la balance des comptes, de sorte qu'il n'est pas aisé de dire exactement dans quelle mesure la réserve de devises de la Banque a été alimentée par des devises provenant des exportations visibles ou invisibles et par d'autres postes actifs de la balance des comptes, des envois de nos émigrants d'outre-mer en particulier. On devrait connaître auparavant les montants exacts de ces placements nouveaux en capitaux, lesquels, avons-nous dit, n'entrent pas dans la balance des comptes, mais dans la balance des règlements.

Le caractère agricole de la Yougoslavie fait que son commerce extérieur présente des fluctuations importantes de la valeur des exportations. Tandis que les importations sont réparties assez régulièrement sur toute l'année, les exportations présentent un caractère saisonnier très marqué. De plus, la structure des exportations est très changeante, de sorte qu'outre les variations quantitatives considérables, provenant des hasards des récoltes et se traduisant par des fluctuations de valeur totale des produits exportés, nous avons des variations qualitatives tout aussi importantes qui proviennent de la composition variable des exportations et qui aboutissent également au manque de fixité de leur valeur totale.

En effet, les incertitudes touchant les exportations des produits agricoles sont doubles. Il s'agit tout d'abord de savoir si les rendements des récoltes seront en mesure d'alimenter les exportations, puis, dans le cas affirmatif, de voir si l'écoulement de nos produits pourrait s'effectuer à des prix rémunérateurs ou au moins acceptables sur les débouchés qui nous sont accessibles, car il est arrivé plus d'une fois, par suite de la dépression mondiale des prix agricoles, que pour une quantité considérablement plus grande de marchandises exportées, la valeur réalisée s'est trouvée sensiblement moindre que l'année pré-

cédente. Ceci fait que la situation du marché des changes est directement influencée par ces variations du volume et de la valeur des exportations.

C'est ainsi que, d'une part, les besoins du change de l'Etat et des particuliers sont répartis plus ou moins uniformément sur toute l'année, bien qu'il n'y ait pas là une règle absolue, tandis que, d'autre part, l'offre des devises suit un rythme très irrégulier. D'un autre côté, l'afflux de devises provenant des placements nouveaux en capitaux est, de par la nature même de ces placements, extrêmement variable.

Comme les devises reçues en contrevaletur des marchandises vendues à l'étranger ou sur place, des services rendus à l'étranger ou encore provenant des envois de nos émigrants d'outre-mer sont très inégalement réparties dans le temps, il s'en suit que les postes de l'actif de la balance des comptes sont sujets à de trop grandes variations, ce qui fait que normalement l'approvisionnement en devises du marché des changes est fort irrégulier. Et s'est précisément le rôle de la Banque Nationale que de régulariser l'offre et la demande des moyens de payement étrangers par une politique de devises rationnellement pratiquée. Il est certain que cette politique, inaugurée si heureusement, fut grandement facilitée par l'afflux de devises provenant des divers placements de l'étranger, des emprunts contractés par l'Etat et les divers établissements publics notamment.

Les fluctuations du stock de devises en la possession de l'institut d'émission est la meilleure démonstration de l'utilité de son rôle régulateur sur le marché des changes. On peut aisément se rendre compte à quelles variations très brusques aurait été exposé le change yougoslave au cours de ces dernières années, si l'Etat et la Banque Nationale n'avaient entrepris courageusement de défendre la stabilité de la devise nationale contre les fluctuations trop grandes de sa

valeur. Tant que cette masse de devises reste assez importante pour briser toutes les attaques possibles contre le change, on ne doit point s'inquiéter du sort de la devise nationale. Chacun peut s'adonner en toute tranquillité à ses occupations, sans crainte que ses prévisions légitimes ne soient bientôt déjouées par un mouvement brusque du change. De cette façon, si la réserve de devises est une garantie contre les fluctuations du change, la stabilité de ce dernier en est une également contre les variations des prix trop fortes, qui faussent tous les calculs et rendent toute activité économique singulièrement précaire.

On ne peut, malheureusement, suivre de très près les variations de la valeur du portefeuille de devises de la Banque Nationale. La manière dont la comptabilité de la Banque rend compte du montant de ce poste dans les situations hebdomadaires ne permet nullement de savoir au juste quelle somme en dinars-papier représentent ces devises possédées par notre institut d'émission. Les devises figurent deux fois dans l'actif du bilan de la Banque. Elles sont comptées une fois suivant le cours nominal, d'après les anciennes parités d'avant-guerre. C'est ce qu'on appelle le « cours conventionnel ». La valeur des devises, ou plus exactement la plus grande partie de cette valeur, figure une seconde fois dans le poste « compte divers », qui contient entre autres actifs la « différence du change », c'est-à-dire le montant de la valeur de ces devises qui représente la marge entre l'ancienne parité et le cours actuel du dinar. Comme la « différence du change » ne constitue qu'une partie de ce poste global extrêmement variable « comptes divers », on ne peut calculer exactement la valeur effective, au cours du jour, de cette réserve de devises et on est bien obligé de hasarder des suppositions plus ou moins erronées (1).

(1) Ce n'est que dans les bilans annuels de la Banque Nationale qu'on trouve inscrite à part, comme poste actif séparé, cette « différence de cours sur différentes devises achetées entre le

Cette mesure n'est pas dûe au hasard. Elle sert manifestement à soustraire à la publicité la véritable situation de l'encaisse métallique de la Banque, dont fait également partie ce portefeuille de devises étrangères. La couverture des billets est constituée par l'or et l'argent se trouvant dans les caves de l'institut d'émission et par les différentes monnaies et devises étrangères soit dans les caisses de la Banque, soit en dépôt chez ses correspondants à l'étranger (l'art. 19 de la Loi organique). Tandis qu'on arrive aisément à établir la valeur effective du métal, il est par contre tout à fait impossible de savoir ce que représente réellement cette partie de l'encaisse qui est constituée par les « billets de banque étrangers » et l'« avoir et disponibilités à l'étranger ». Si l'on procède ainsi, c'est qu'on craint avec raison qu'une forte diminution de la réserve de devises, connue de tout le monde, n'ait pour effet d'ébranler le change et de le livrer à la spéculation. Cependant, d'aucuns ont exprimé la crainte, que cette façon de procéder n'aille à l'en-

cours nominal et le cours des billets de la Banque ». Le rapport annuel de la Banque rend compte également de la composition du stock de devises et de sa valeur réelle au cours du jour. — Il n'est que trop facile de voir que la valeur effective du portefeuille de devises dépend plus de la composition qualitative du stock que de son montant quantitatif au cours nominal. Au moyen de quelques opérations d'arbitrage ne présentant aucune difficulté, on peut arriver à rehausser la valeur conventionnelle du stock, alors même que sa valeur effective se trouverait en baisse considérable. Ou bien, ce qui revient au même, en supposant qu'on possédait primitivement des devises-or telles que les dollars ou les livres, rien ne serait plus facile que de les échanger contre des devises « dépréciées », telles que les francs français ou les couronnes tchécoslovaques, pour arriver à ce résultat singulier de voir la réserve de devises accuser une valeur conventionnelle bien supérieure à celle qu'elle avait avant cette opération de pure technique de bourse. Il est évident que, par cette opération, la valeur réelle du stock, au cours du jour, n'a pu bouger du tout, sauf à décompter les pertes minimes à la suite de ces opérations d'arbitrage. Il y a une autre singularité. On remarque la présence dans la réserve de devises, d'un montant assez élevé de francs français qui n'est point disponible, vu qu'il ne représente pas la valeur des sommes réellement déposées en France, mais une simple garantie de la Banque de France. (Voir Belin, *Ekonomist*, année V, N° 12).

contre du but visé, vu que le manque de publicité à cet égard peut éveiller des méfiances alors même qu'elles ne seraient point justifiées par la véritable situation des choses. On pourrait craindre en effet que le cours du dinar n'éprouve des secousses à la suite d'une crise de confiance aboutissant aux achats précipités du change, qui n'auraient peut être pas eu lieu si la situation avait été parfaitement claire. D'autres ont allégué que ce fait précisément que le stock de devises représente une inconnue peut très bien constituer un obstacle aux manœuvres possibles de la spéculation. Mais comme la spéculation est à l'affût de tout changement de la situation monétaire, on serait surpris qu'elle ne fût bien au courant des variations de valeur du portefeuille de devises. Toujours est-il que la Banque Nationale ne s'en est pas mal trouvée et que, grâce à ce stratagème, elle a évité que l'opinion publique, en présence du danger menaçant l'unité monétaire, ne s'alarme outre mesure. Il faut bien reconnaître que la Banque Nationale s'est fort bien tirée des situations extrêmement dangereuses qui faillirent compromettre la stabilité du dinar. A certains moments la réduction du stock de devises fut telle qu'on craignit sérieusement que la réserve ne fût bientôt complètement épuisée et que le sort du dinar fût livré à la merci de la spéculation (1).

Voici les chiffres qui illustrent les fluctuations de la réserve de devises. Nous donnons la valeur réelle du stock de devises à la fin des années respectives, suivant les données publiées dans les rapports annuels, en faisant figurer à côté, à titre de comparaison, les montants de ce même stock au cours conventionnel. On voit que les variations de ces montants n'ont rien de commun avec les fluctuations de la valeur effective de la réserve de devises.

(1) Belin, *Ekonomist*, année VI, N° 9.

Années	Valeur effective en millions de dinars papier	Valeur conventionnelle en millions de dinars
1925	805.031	365.634
1926	615.161	334.317
1927	1.005.928	345.645
1928	783.567	230.255
1929	1.633.508	266.620

Voici d'autre part les fluctuations de la valeur effective, au cours du jour, de l'encaisse métallique totale de la Banque (or, argent et devises) pour les années 1927 à 1929 (1). Les données se rapportent à la situation à la fin de chaque trimestre. Comme l'encaisse-or et argent n'a varié que dans des limites très restreintes, les variations de la valeur totale de l'encaisse n'ont pu être provoquées que par les fluctuations du stock de devises.

Années	Valeur de l'encaisse métallique en millions de dinars-papier
1927	
I. trimestre (31 mars)	1.366.533
II. — (30 juin)	2.411.855
III. — (30 septembre)	2.208.142
IV. — (31 décembre)	1.902.859
1928	
I. trimestre (31 mars)	1.414.869
II. — (30 juin)	1.242.355
III. — (30 septembre)	1.504.565
IV. — (31 décembre)	1.687.454
1929	
I. trimestre (31 mars)	1.276.265
II. — (30 juin)	1.194.856
III. — (30 septembre)	1.959.484
IV. — (31 décembre)	2.546.987

Le maximum est à 2.547 millions de dinars (31 décembre 1929), le minimum à 1.242 millions (30 juin

(1) Voir le graphique dans le *Bulletin trimestriel de la Banque Nationale de Yougoslavie*, 1930, N° 2.

1928). Ces deux chiffres attestent le mieux l'ampleur des variations et la précarité de la stabilisation de fait. C'est pour cette raison que le problème de la stabilisation légale s'est posé à plusieurs reprises, sans toutefois recevoir une solution, par suite des différentes difficultés qui constituaient un obstacle à l'accomplissement de la réforme monétaire définitive.

§ 3. — *Stabilité du change et consolidation de l'économie.*

En parlant des méfaits du redressement du change dans la section consacrée à la crise de revalorisation, nous avons été amené à anticiper sur la période ultérieure de la stabilisation et examiner dès lors les répercussions du relèvement du dinar sur l'activité générale du pays. Nous avons dit que les conséquences du redressement prolongé du change s'étendent bien au-delà de la période de la hausse du dinar et que ce n'est que vers la fin de 1926 que, grâce à la stabilité du change, les suites de la revalorisation commencent à disparaître. En 1927 le réajustement général à la nouvelle valeur internationale de l'unité monétaire paraît définitivement effectué.

La réadaptation de l'économie nationale aux nouvelles conditions monétaires met fin à la période mouvementée qui précède et c'est une nouvelle étape qui s'ouvre au développement économique de la Yougoslavie. Cette ère de la stabilité du change sort du cadre de notre travail qui a pour objet l'étude des mouvements du dinar et des effets produits par ces mouvements. Contentons-nous de dire que la stabilisation du change a exercé une action bienfaisante sur l'activité du pays en favorisant le processus de consolidation générale de l'économie qui put retrouver, après

les bouleversements que nous connaissons, son rythme normal.

Les variations actuelles des prix n'ont plus pour cause les fluctuations de la valeur de l'unité monétaire nationale sur le marché des changes. En dehors des variations des prix tenant aux marchandises, des produits agricoles en particulier, il semble bien qu'il y ait des mouvements des prix tenant à la monnaie, mais ce sont les mouvements des prix-or mondiaux qui font fléchir partout le niveau général des prix ou, ce qui revient au même, produisent une augmentation du pouvoir d'achat de l'or. La baisse des prix et la dépression actuelles ont bien le caractère international (1).

Signalons, d'autre part, que la circulation monétaire reste actuellement à peu près stationnaire, ne présentant que des variations ayant nettement un caractère saisonnier.

Enfin, notons que la stabilité monétaire a eu pour conséquence un assainissement du marché monétaire. En effet, nous assistons dans les dernières années à une baisse lente mais persistante du loyer des capitaux. Le taux d'escompte privé ne dépasse guère en 1929 et 1930 12 %. On arrive souvent même à emprunter à 8 ou 10 %. En dépit de cette baisse considérable du coût des emprunts à court terme, on ne peut affirmer que la situation actuelle soit satisfaisante. Il va de soi que l'intérêt encore très élevé constitue un obstacle sérieux au développement des affaires. A cet égard, la stabilisation légale du dinar aura

(1) M. Aftalion écrit : « Seulement lorsque la stabilisation du change dans les pays en question deviendra définitive, deviendra un fait acquis qui pourra se prévaloir d'un assez long passé, le change n'aura plus à être pris en considération comme facteur de prix. Il cessera d'avoir une histoire puisqu'il demeurera quasi immobile. Son influence passera dans l'ombre et s'effacera. Les prix quand ils se mettront à varier plus ou moins amplement, en harmonie avec les prix-or internationaux, le feront pour des causes indépendantes du change ». *Prix, monnaie et change*, p. 107.

pour effet certain de produire un nouveau fléchissement du taux de l'intérêt par suite de l'afflux des capitaux étrangers qu'elle rendra possible.

Ajoutons pour terminer que pendant ces dernières années les disponibilités monétaires semblaient à plusieurs reprises pléthoriques. On s'inquiéta souvent de voir le poste des comptes-virements à la Banque Nationale grossir démesurément, poste qui est alimenté principalement par les dépôts des établissements de crédit privés. Il serait cependant absurde de parler de l'abondance des capitaux au moment où l'on paye couramment les taux dépassant 10 %. Si les banques privées déposent leurs disponibilités à l'institut d'émission, ce n'est point qu'elles ne trouvent où placer les fonds qu'on leur a confiés, puisque le taux d'escompte toujours élevé témoigne que la demande des ressources liquides est encore intense. Ce fait anormal trouve son explication dans la dépression quasi générale qui s'appesantit sur l'économie du pays à la suite de la crise agricole qui ne fait que s'aggraver. Les banques deviennent très prudentes. Elles préfèrent garder une partie de leurs disponibilités par devers elles, plutôt que de les placer où le risque est trop grand de perdre définitivement les fonds prêtés. Le marasme des affaires, consécutif à la crise agricole et à la réduction du pouvoir d'achat de la plus grande partie de la population, rétrécit les transactions et, par répercussion, fait refluer l'argent vers les banques. Par conséquent, l'abondance monétaire constatée est plus apparente que réelle. Elle est toute relative et ne présente pas un caractère sain. L'assainissement définitif du marché monétaire ne sera accompli que le jour où nous aurons des conditions monétaires parfaitement normales, en harmonie avec la marche normale de l'activité économique générale. Ceci suppose, d'une part, la stabilisation légale du dinar et, d'autre part,

ce qui est encore plus important, l'acroissement des facultés de consommation de la classe paysanne. La consolidation de l'économie yougoslave ne pourra être définitive que si la dépression actuelle, provoquée en grande partie par la crise agricole, peut être surmontée et si une reprise de l'activité générale remplace la stagnation actuelle. La prospérité générale dépend étroitement de la situation de l'agriculture.

SECTION II

Problème de la stabilisation légale du dinar.

« Un des caractères historiques du papier-monnaie, écrit Subercaseaux, c'est d'avoir toujours été considéré comme un régime transitoire, comme une espèce de parenthèse plus ou moins prolongée, intercalée dans la circulation de la monnaie métallique » (1). Il est certain que la stabilisation du fait du change yougoslave n'est qu'une étape. Elle ne présente pas de garanties absolues pour la stabilité du dinar. Nous avons souligné la précarité de la situation actuelle. Tant que le problème du change se pose, le régime monétaire n'est pas entièrement sain et la solution définitive ne doit pas tarder à intervenir. Il nous faut revenir à ces temps heureux où le grand public ne s'occupait point de la question du change. « La meilleure fille du village, dit le dicton populaire, est celle dont on n'entend rien dire ».

Le dinar ne deviendra une monnaie parfaitement saine que le jour où la convertibilité des billets ayant été rétablie, le problème du change ne se posera

(1) Subercaseaux, op. cit., p. 293.

plus. Il ne sera pas indispensable, bien entendu, de revenir à la circulation effective de la monnaie métallique. L'abolissement du cours forcé et la garantie légale que l'on pourra obtenir de l'or ou des devises-or pour les règlements internationaux à un taux fixé par la loi (qui donnera une nouvelle définition métallique de l'unité monétaire, en déterminant son poids en or) suffiront pour couronner l'œuvre d'assainissement monétaire. Il est hors de doute que d'un point de vue général le système du gold standard ou encore du gold bullion standard vaut mieux que celui du gold exchange standard dont on a fait bien des critiques. Cependant, c'est à ce dernier régime que la Yougoslavie devra tendre, parce qu'il est plus souple et moins difficile à organiser et à maintenir.

Ainsi donc, à l'instar d'autres pays à change déprécié qui d'abord procédèrent à la stabilisation de leur change, puis s'efforcèrent à consacrer cette stabilité de fait **par une stabilisation de droit**, Yougoslavie se voit dans la nécessité d'effectuer la stabilisation légale du dinar. En légalisant un état de fait déjà existant, la loi sur la stabilisation devra consacrer la dévaluation définitive de l'unité monétaire. Le but essentiel que la loi aura à atteindre consiste en une nouvelle définition métallique du dinar. Elle devra consacrer le taux de stabilisation déjà existant, en déterminant le poids d'or que l'unité monétaire représente. En outre, et ceci n'est pas le moins important, elle devra lever le cours forcé et rétablir la convertibilité des billets en or ou en devises convertibles en métal jaune. La Banque Nationale d'émission prendra l'obligation d'échanger ses billets contre de l'or ou des devises dont la valeur est l'égale de l'or. La réforme monétaire sera complétée par une nouvelle convention entre l'Etat et la Banque Nationale qui aura pour but de régler de nouveau leurs

rapports mutuels. Le problème le plus ardu à résoudre sera sans doute celui de la dette de l'Etat provenant de l'inflation au moyen des avances consenties par la Banque Nationale. La tâche essentielle de la convention sera l'assainissement du bilan de la Banque par la réévaluation des divers postes qui ne représentent plus une situation réelle : encaisse métallique d'une part et capital versé d'autre part.

C'est assurément la dette de l'Etat qui constitue le grand obstacle auquel se sont heurtés les essais entrepris en vue de la stabilisation légale du dinar. Cette opération est subordonnée au remboursement préalable d'une partie de cette dette moyennant le versement d'une somme déterminée en or ou en devises étrangères. D'où la nécessité pour l'Etat de conclure un emprunt étranger, puisqu'on ne peut nullement songer au remboursement de cette dette en billets de Banque provenant des excédents budgétaires.

En 1928 tous les préparatifs pour l'accomplissement de la stabilisation légale du dinar semblaient terminés et cependant ce plan échoua à la suite de l'impossibilité de réaliser le grand emprunt extérieur projeté (1). Il faut souligner que ce plan de stabilisation n'avait pas été arrêté spontanément, mais avait été élaboré sous la pression des banquiers qui devaient procéder à l'émission de cet emprunt et qui exigeaient, comme condition préalable au lancement de l'emprunt, la stabilisation légale du dinar. Pour cette raison, ce plan était loin d'avoir rallié toute l'opinion publique. L'opportunité de la stabilisation était vivement contestée.

Il semble qu'actuellement le problème de la stabi-

(1) Voir le rapport annuel de la Banque Nationale pour l'année 1928. — Voir aussi le compte-rendu de la conférence sur la stabilisation légale du dinar faite par le professeur Bajkic (*Ekonomist*, année VIII, N° 3) et les polémiques dans *Priredni preglad*, l'article du professeur Nedeljkovic en particulier.

lisation légale du dinar soit de nouveau à l'ordre du jour. On ignore cependant dans quelles conditions cette question devra être effectuée.

Disons encore pour terminer, que la solution du problème de la stabilisation légale du change intéresse tout spécialement les milieux qui désirent attirer les capitaux étrangers pour accroître la production du pays (1). Ce n'est assurément que de cette façon que la crise chronique des capitaux pourra être adoucie, ce qui aura naturellement pour effet d'abaisser le taux de l'intérêt des emprunts à court terme qui est encore très élevé. On sait que le danger des fluctuations du change fait que le capital étranger ne vient pas dans le pays profiter de la hausse de l'intérêt de l'argent de la même façon qu'il accourt dans les autres pays où circule la monnaie métallique ou du moins où existe la convertibilité légalement garantie pour les paiements à l'étranger, et que la tendance au nivellement de l'intérêt trouve un obstacle dans le papier-monnaie (2).

(1) Voir *Bankarstvo*, juillet 1928, S. D. Aleksander « Stabilisation du dinar ».

(2) Subercaseaux, op. cit., p. 229-230.

CONCLUSION

Quels sont les enseignements de l'expérience monétaire yougoslave ? En guise de conclusion et pour dégager les caractères essentiels de notre histoire monétaire récente, il nous suffira de résumer certains points sur lesquels nous avons particulièrement insisté au cours de cette étude.

A un point de vue général, on a pu constater que les données de l'expérience monétaire yougoslave cadrent bien avec les enseignements des théories psychologiques de la monnaie et du change.

Autant que les chiffres dont nous disposions nous le permettaient, nous avons tâché de mettre en lumière les rôles réciproques de la circulation et du change. Nous croyons avoir suffisamment insisté sur l'assujettissement des prix non pas à la circulation monétaire, mais au change. En effet, si l'influence de la circulation sur les prix, sans en être l'unique facteur, est cependant indéniable pendant la période d'inflation publique et privée, c'est que les émissions successives aboutissaient à la création du revenu nominal et provoquaient la hausse des prix et l'ascension des changes étrangers. A mesure que les variations de la circulation deviennent moins amples, le change s'émancipe de cette influence et obéit à d'autres facteurs, tels que la balance des comptes, les mouvements des capitaux, la confiance recouvrée, les prévisions favorables. S'il est vrai que le change a reflété plus ou moins fidèlement ce qui se passait aussi bien dans l'économie monétaire que dans l'économie générale, il n'en est pas moins certain qu'il a tendu à s'éman-

ciper de cette double influence et à exercer une action propre sur ces mêmes facteurs. A partir de 1922 le change semble donner l'impulsion au mouvement des prix et cette action du change sur les prix parvient à devenir de plus en plus déterminante. Nous l'avons vu entraîner le niveau des prix qui ne faisaient que suivre ses propres variations. La discordance entre les mouvements des prix et les fluctuations de la circulation est bien nette en 1923, 1924, 1925, alors qu'on peut constater pendant les mêmes années une concordance très marquée entre les variations des prix et celles du change.

En dehors de ces considérations de caractère plutôt théorique, nous avons cherché à nous rendre compte du développement de l'économie yougoslave à la lumière des mouvements du change national, en étudiant les rapports entre l'économie monétaire et l'activité économique générale. Nous avons pu voir que leur action était réciproque et que c'étaient précisément les variations du change qui permettaient de saisir cette interdépendance des différents facteurs dont le jeu compliqué imprime un rythme donné au mouvement général des affaires. Tandis que dans le chapitre consacré à la dépréciation du dinar nous avons insisté sur les facteurs qui ont contribué à la baisse profonde de l'unité monétaire yougoslave, nous avons visé à mettre en relief, dans le chapitre suivant traitant du relèvement du dinar, le rôle prédominant du change et les effets de ses mouvements sur l'économie du pays. Après avoir passé en revue les étapes de la dépréciation du dinar et montré les principaux caractères de l'inflation yougoslave, nous avons vu s'effectuer le redressement du change national et s'ouvrir une nouvelle période d'instabilité monétaire. On a pu constater que le relèvement trop poussé du dinar fut la cause d'une grave crise de revalorisation qui pesa lourdement sur l'activité générale du pays. D'autre part, on a pu

se rendre compte de l'effet produit par les variations du change sur les ressources monétaires du pays. La crise monétaire trouve partiellement son explication dans cette diminution du volume réel de l'ensemble des moyens de paiement par suite de l'avalissement de l'unité monétaire.

En ce qui concerne la politique monétaire et cambiste suivie en Yougoslavie, nous nous sommes permis de formuler quelques critiques, dont la plus importante est sans doute celle qui se rapporte à la politique de redressement du dinar. Nous ne nous sommes pas lassé d'insister sur ce point, estimant que l'on a beaucoup tardé à sortir du désordre monétaire que les difficultés d'après-guerre n'ont pas manqué de provoquer. Nous ne saurions souligner suffisamment ce fait très important que si la première phase de l'instabilité monétaire, celle de la baisse profonde du dinar, peut être considérée comme présentant les traits d'une calamité quasi inéluctable que les moyens humains ordinaires ne pouvaient conjurer, il est permis de penser que la seconde phase, celle de la revalorisation délibérément prolongée du change national, constitue bien l'exemple de ce qu'une fausse conception des intérêts véritables d'un pays peut produire en résultats négatifs. La crise grave dont souffrit l'économie yougoslave après la prospérité sans lendemain des premières années d'après-guerre doit être attribuée à la revalorisation du dinar, dont la hausse trop poussée n'était pas justifiée par les conditions économiques véritables, mais obéissait plutôt à des conjonctures momentanées sur le marché des changes. Nous nous sommes élevés contre les interventions officielles qui avaient toujours pour but non pas la stabilisation du change, mais sa réappréciation. Nous avons dénoncé l'erreur qui consistait à préférer une monnaie forte à une monnaie stable.

Enfin, nous avons vu se réaliser, grâce à un revirement profond de l'opinion, la stabilisation du dinar et nous avons pu noter son effet bienfaisant pour l'économie nationale. Nous avons pu nous rendre compte des dangers que court un pays où l'instabilité monétaire se prolonge trop longtemps et nous convaincre que la stabilisation d'un change trop déprécié est la solution unique et la seule issue qui permette de sauvegarder les intérêts véritables de la nation. Seule la stabilité monétaire peut produire des effets bienfaisants et durables pour l'économie nationale. On a pu se féliciter que finalement la politique de la stabilisation ait prévalu chez les dirigeants de nos destinées monétaires. Grâce à la stabilité monétaire le processus de consolidation de l'économie yougoslave a fait des progrès remarquables, si bien que la stabilisation légale du dinar, qui semble très proche, n'aura qu'à consacrer un état de fait qui peut se prévaloir d'un assez long passé. Après les secousses répétées que la revalorisation du change lui fit subir, l'économie yougoslave a pu heureusement s'adapter aux nouvelles conditions monétaires. Il faut espérer qu'à la faveur de la stabilité monétaire définitivement acquise et légalement consacrée et grâce au concours des capitaux étrangers qui n'éprouveront plus de craintes à venir s'investir dans des entreprises yougoslaves, l'économie yougoslave pourra s'orienter vers le plein épanouissement de ses ressources immenses dont la mise en valeur sera ainsi rendue possible. A cet égard, il faut souhaiter que la crise pénible dont souffrent actuellement tous les pays agricoles puisse être bientôt surmontée afin que la classe agricole très éprouvée puisse également bénéficier de la prospérité recouvrée. Cette prospérité ne pourra être générale et durable que si l'agriculture y tient sa bonne place.

BIBLIOGRAPHIE

a) Auteurs d'ouvrages ou d'études particulièrement importantes.

- Aftalion. — *Prix, monnaie et change*. Paris 1927.
— *Cours de Statistique*. Paris 1928.
— *Monnaie et industrie*. Paris 1929.
- Bajkić. — *Etudes sur l'économie monétaire yougoslave dans « Iubilarni zbornik života i rada Srba, Hrvata i Slovenaca »*. Belgrade 1928. — Autres études importantes publiées dans l'*Ekonomist* et *Bankarstvo*.
- Belin. — *Problème de notre change*. Zagreb 1924. — Nombreuses études et articles de journaux.
- Bilimović. — *Iugoslavien*. Breslau 1927.
- Bonnet. — *Expériences monétaires récentes*. Paris 1927.
- Cassel. — *La monnaie et le change après 1914*. Paris 1923.
- Djuričić, Tošić, Vegner, Rudčenko, Djordjević. — *Notre économie nationale et notre revenu national*. Sarajevo 1927.
- Eropkin. — *Etudes publiées dans diverses revues yougoslaves*.
- Hantos. — *La monnaie en Europe centrale*. Paris 1927.
- Keynes. — *La réforme monétaire*. Paris 1924.
- Marinović. — *Contribution à l'étude de l'importation et de l'exportation des produits forestiers du Royaume des S. C. S. pour la période de 1919 à 1924*. Belgrade 1926.
- Marković Bogdan. — *Finances publiques et réforme monétaire*. Belgrade 1926.
- Marković Vlada. — *La déflation et la politique déflationniste*. Belgrade 1925.
- Mišić et Popović. — *Notre économie nationale*. Belgrade 1929.

- Nedeljković. — *Devant la solution du problème du change.* Belgrade 1919. — Autres études intéressantes.
- Ninčić. — *Le problème de notre change.* — Belgrade 1919.
- Nikiforov. — *Etudes publiées dans diverses revues.*
- Nogaro. — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains.* Paris 1924.
- Oualid. — *Leçons sur la monnaie et les phénomènes monétaires.* Paris 1927.
- Protić. — *Etudes publiées dans l'Ekonomist de Belgrade.*
- Rist. — *La déflation en pratique.* Paris 1923.
- Rudčenko. — *Etudes publiées dans diverses revues.*
- Šećerov. — *Les finances publiques de la Yougoslavie.* Belgrade 1927.
- Stojadinović. — *Les problèmes de notre change.* Belgrade 1921.
- Subercaseaux. — *Le papier-monnaie.* Paris 1920.
- Todorović. — *Etudes très importantes sur le change et la crise publiées dans l'Ekonomist de Belgrade.*
- Vegner. — *Etudes très intéressantes publiées dans diverses revues.*
- Yovanovitch. — *Les théories monétaires de l'économiste Cassel.* — Thèse, Paris 1923. — *Chroniques intéressantes dans Arhiv za pravne i društvene nauke.*

b) Revues, journaux et autres publications.

- Arhiv za pravne i društvene nauke* (revue mensuelle des sciences juridiques et sociales, organe de la Faculté de droit de Belgrade).
- Bankarstvo* (revue mensuelle d'économie politique de Zagreb).
- Bulletin trimestriel de la Banque Nationale de Yougoslavie,* 1929-1930.
- Ekonomist* (revue mensuelle d'économie politique de Belgrade).

Narodno blagostanje (revue économique hebdomadaire de Belgrade).

Privredni pregled (journal économique hebdomadaire de Belgrade).

Rapports annuels de la Banque Nationale de Yougoslavie 1920-1929.

Revue économique et financière de Belgrade (1923-1924).

Revue économique de Belgrade (1925-1930).

Trgovinski glasnik (quotidien économique de Belgrade).

Vu : *Le Président de la thèse,*
Albert AFTALION.

Vu : *Le Doyen de la Faculté,*
H. BERTHÉLÉMY.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
Pour le Recteur :
L'Inspecteur de l'Académie,
J. PERRON.

TABLE DES GRAPHIQUES

	Pages
I. — Mouvement comparé des prix, du change et de la circulation de 1921 à 1928 (<i>moyennes annuelles</i>)	61
II. — Mouvement mensuel des prix yougo-slaves en comparaison des variations du change et de la circulation de 1921 à 1926.	hors texte
III. — Indices du change comparés aux indices de la vitesse de circulation des dépôts et de la monnaie	120
IV. — Variations de la valeur-or du stock monétaire de 1921 à 1926	123

TABLE DES MATIERES

	Pages
<i>Introduction</i>	5
<i>Chapitre premier. — DU DÉSORDRE MONÉTAIRE A LA RÉFORME DE 1920</i>	14
§ 1. — Situation économique générale	14
§ 2. — Situation au point de vue de la monnaie et du change	18
§ 3. — Mesures de protection du stock monétaire en couronnes	22
§ 4. — Les principaux traits de la réforme monétaire de 1920	28
<i>Chapitre II. — DÉPRÉCIATION DU DINAR</i>	33
Section première. — <i>Les déficits budgétaires et l'inflation</i>	33
Section II. — <i>Les mouvements du change</i>	41
Section III. — <i>Les mouvements des prix</i>	56
Section IV. — <i>Le commerce extérieur</i>	64
Section V. — <i>Le marché financier et le marché monétaire</i>	71
<i>Chapitre III. — REDRESSEMENT DU DINAR</i>	85
Section première. — <i>La politique du redressement du dinar</i>	85
Section II. — <i>Action prédominante du change sur les prix</i>	92
Section III. — <i>Crise de revalorisation</i>	102
§ 1. — La crise de revalorisation et l'industrie	107
§ 2. — La crise de revalorisation et l'agriculture	113
Section IV. — <i>Le commerce extérieur</i>	116

	Pages
Section V. — <i>La politique de crédit et l'évolution du marché monétaire</i>	118
Chapitre IV. — VERS L'ASSAINISSEMENT DÉFINITIF	134
Section première. — <i>Stabilisation de fait du dinar</i> .	134
§ 1. — Moyens mis en œuvre pour assurer la stabilité du change	142
§ 2. — Fonctionnement du régime de la stabilisation de fait	151
§ 3. — Stabilité du change et consolidation de l'économie	161
Section II. — <i>Problème de la stabilisation légale du dinar</i>	164
Conclusion	168
Bibliographie	173
Table des graphiques	177
Table des matières	179

